

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL,
KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEBIJAKAN DIVIDEN
DAN KEBIJAKAN UTANG JANGKA PANJANG
PADA NILAI PERUSAHAAN**

**(STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEJ
TAHUN 2002-2004)**

**Disusun Oleh:
DYAH PUSPITANINGTIAS S.
0310220045-22**

SKRIPSI

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Meraih
Derajat Sarjana Ekonomi**



**JURUSAN MANAJEMEN
KONSENTRASI MANAJEMEN KEUANGAN**

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS BRAWIJAYA**

2007

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur yang sedalam-dalamnya penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas segala rahmat dan hidayahNya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul: **Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang Jangka Panjang Pada Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEJ Tahun 2002-2004)**

Adapun tujuan dari penulisan Skripsi adalah untuk memenuhi syarat dalam mencapai derajat Sarjana Ekonomi pada jurusan Manajemen konsentrasi Keuangan Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.

Sehubungan dengan selesainya karya akhir tersebut, penulis menyampaikan penghargaan dan ucapan terima kaih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Dr. Ubud Salim, SE., MA., sebagai pembimbing
2. Ibu Prof., Dr., Djumilah Zain, SE., selaku Ketua Jurusan Manajemen
3. Bapak Dekan Fakultas Ekonomi , Prof., Dr., Bambang Subroto, SE., MM.
4. Ayahanda Drs. H. Soeharto, MM dan Ibunda Hj. Nun Ita Nasir beserta Kakak dan Adik (Dyah Retnoningtyas, Dyah Kusumaningtyas, Aryo Prabangkoro, Dyah Mustikaningtyas dan Dyah Nurnaningtyas)
5. Teman-teman Manajemen Universitas Brawijaya angkatan 2003
6. Semua pihak yang secara langsung dan tidak langsung membantu dalam penulisan skripsi ini

Penulis menyadari penyusunan skripsi ini masih jauh dari sempurna. Untuk itu saran serta kritik yang membangun sangat penulis harapkan. Semoga karya akhir ini dapat bermanfaat bagi kita semua. Amin

Malang, Maret 2007

Penulis

DAFTAR ISI

Kata Pengantar..... i

Daftar Isi..... ii

Daftar Tabel..... v

Daftar Gambar..... vi

Daftar Lampiran..... vii

Ringkasan..... viii

BAB I: PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan Penelitian.....	7
1.4. Manfaat Penelitian.....	7

BAB II: LANDASAN TEORI

2.1. Dasar Teori.....	9
2.1.1. Teori Agensi (<i>Agency Theory</i>).....	9
2.1.2. Masalah Keagenan (<i>Agency Problem</i>).....	11
2.1.3. Biaya Agensi (<i>Agency Cost</i>).....	16
2.1.4. Kepemilikan Manajerial (<i>Managerial Ownership</i>).....	20
2.1.5. Kepemilikan Institusional (<i>Institutional Ownership</i>).....	22
2.1.6. Kebijakan Utang (<i>Debt Policy</i>).....	24
2.1.6.1. Pengertian Utang.....	24
2.1.6.2. Teori Struktur Modal.....	25
2.1.6.3. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal.....	27
2.1.6.4. Utang Jangka Panjang.....	28
2.1.7. Kebijakan Dividen (<i>Dividend Policy</i>).....	29
2.1.7.1. Pengertian Dividen.....	29
2.1.7.2. Kebijakan Dividen.....	30
2.1.7.3. Teori Kebijakan Dividen.....	31
2.1.7.4. Jenis-Jenis Kebijakan Dividen.....	35

2.1.7.5. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen.....	38
2.1.7.6. Rasio Pembayaran Dividen (<i>Dividend Payout Ratio</i>).....	42
2.1.8. Nilai Perusahaan (Tobins' Q).....	44
2.2. Kerangka Pikir Konseptual.....	47
2.3. Pengembangan Hipotesis.....	48

BAB III: METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian.....	51
3.2. Populasi dan Penarikan Sampel.....	51
3.3. Rentang Waktu Data Penelitian.....	53
3.4. Metode Pengumpulan Data.....	53
3.5. Definisi Variabel Operasional.....	54
3.5.1. Variabel Bebas (<i>Independent Variable</i>).....	54
3.5.2. Variabel Kontrol (<i>Control Variable</i>).....	55
3.5.3. Variabel Terikat (<i>Dependent Variable</i>).....	57
3.6. Metode Analisis Data.....	58
3.7. Uji Statistik.....	58
3.7.1. Analisis Korelasi.....	59
3.7.2. Analisis Regresi.....	60
3.7.3. Uji Asumsi Klasik.....	61

BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta (BEJ).....	65
4.1.1. Era Sebelum 1976.....	65
4.1.2. Pra Deregulasi (1976-1987).....	66
4.1.3. Era Deregulasi (1987-1990).....	67
4.1.4. Masa Konsolidasi (1991-Sekarang).....	69
4.2. Hasil Analisis.....	69
4.2.1. Analisis Deskriptif.....	69
4.2.2. Uji Asumsi Klasik.....	71

4.3. Hasil Pengujian Hipotesis.....	76
4.3.1. Pengujian Secara Parsial.....	76
4.3.2. Pengujian Secara Simultan.....	81
BAB V: SIMPULAN DAN SARAN	
5.1. Kesimpulan.....	83
5.2. Saran.....	85
Daftar Pustaka	86
Lampiran	93



DAFTAR GAMBAR

No	Judul Gambar	Hal.
2.1	Kerangka Pikir Penelitian.....	47



DAFTAR LAMPIRAN

No	Judul Lampiran	Hal
1	Data Persentase Pemegang Saham Perusahaan Sampel.....	93
2	Pengaruh IO (X1), INST (X2), DIV (X3), DEBT (X4), SIZE (X5), GROWTH (X6), FIXED (X7), RISK (X ₈), ROA (X ₉) Terhadap FV (Y).....	104



DAFTAR TABEL

No	Judul Tabel	Hal.
3.1	Kriteria Pemilihan Sampel.....	52
4.1	Statistik Deskriptif.....	70
4.2	Hasil Analisis Uji Normalitas.....	73
4.3	Hasil Analisis Uji Asumsi Tidak Terjadi Autokorelasi.....	73
4.4	Hasil Analisis Uji Asumsi Tidak Terjadi Heteroskedastisitas (Menggunakan Uji <i>gljeser</i>).....	74
4.5	Hasil Analisis Uji Asumsi Tidak Terjadi Multikolinieritas <i>Value Inflation Factor (VIF)</i>	75
4.6	Hasil Uji-t.....	76



**Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional,
Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Utang Jangka Panjang
Pada Nilai Perusahaan
(Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ Tahun 2002-2004)**

Oleh:
Dyah Puspitaningtias
0310220045-22

Dosen Pembimbing:
Dr. Ubud Salim, SE., MA.

ABTRAKSI

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan utang jangka panjang pada nilai perusahaan baik secara parsial maupun simultan

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut terdapat 39 perusahaan yang memenuhi syarat sejak tahun 2001 sampai dengan tahun 2003, sehingga didapatkan *pooling* data dengan unit analisis $n=3 \times 39 = 117$. Analisis data dalam penelitian ini yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah regresi berganda dengan metode kuadrat terkecil (*Ordinary Least Square*).

Pada penelitian ini digunakan lima variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, risiko dan *return on asset*. Kelima variabel kontrol ini digunakan untuk membantu dalam memenuhi uji asumsi klasik. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa secara parsial, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan utang jangka panjang, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan struktur aktiva tidak signifikan mempengaruhi nilai perusahaan manufaktur di Indonesia. Hanya risiko dan *return on asset* saja yang mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan. Sedangkan secara simultan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan utang jangka panjang, serta kelima variabel kontrol mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan.

Hasil analisa penelitian ini menunjukkan bahwa fenomena yang terjadi di Indonesia adalah bahwa permasalahan agensi tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena sebagian besar saham masih dimiliki oleh pemilik perusahaan dan keluarganya dimana selain dalam bentuk kepemilikan manajerial juga dalam kepemilikan institusional. Ditemukan bahwa permasalahan yang terjadi antara pemilik dan pengelola cenderung karena adanya *asymmetri information*.

Kata Kunci : Penciptaan Nilai Perusahaan, Kepemilikan manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang Jangka Panjang, Kebijakan Dividen, Teori Keagenan, *tobins'q ratio*, *asymmetri information*.

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Perusahaan didirikan oleh seseorang atau sekelompok orang untuk menjalankan kegiatan tertentu dengan tujuan mencari keuntungan yang diharapkan. Untuk mencapai tujuan tersebut, setiap orang yang ada dalam perusahaan harus bisa bekerja sama dengan baik.

Pada konteks manajemen keuangan, perusahaan dipandang sebagai sekumpulan kontrak antara manajer perusahaan dan pemegang saham, yang bekerja sama untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya (Sri Hasnawati, 2005:33). Tujuan perusahaan tersebut dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya yang nantinya berdampak terhadap nilai perusahaan (Fama dan French, 1998) dalam (Sri Hasnawati, 2005:33). Keputusan keuangan yang harus dipertimbangkan dengan matang adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen.

Pemegang saham selaku pemilik perusahaan akan memilih dewan direksi untuk membantu menjalankan usahanya. Dan dewan direksi kemudian mengangkat manajer untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan dimana hal ini dapat menyebabkan timbulnya hubungan keagenan. Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan agen yang utama adalah: 1) antara pemegang saham (*principals*) dan manajer (*agents*), serta 2) antara pemilik perusahaan (*agents*) dan pemberi kredit (*debtholders*) atau pemegang obligasi (*bondholders*).

Manajer selaku penerima amanah dari pemilik perusahaan seharusnya menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham yaitu memaksimumkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001:16). Penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan dalam kenyataannya seringkali menghadapi masalah dikarenakan tujuan perusahaan berbenturan dengan tujuan pribadi manajer. Dengan kewenangan yang dimiliki, manajer bisa bertindak dengan hanya menguntungkan dirinya sendiri dan mengorbankan kepentingan para pemegang saham. Hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan masing-masing pihak yang disebut teori keagenan (*agency theory*).

Jensen dan Meckling (1976:81) menyatakan hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih individu (pemilik perusahaan) menggaji individu lain (manajer) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada manajer. Seringkali prinsipal merasa khawatir agen melakukan tindakan yang tidak disukai oleh prinsipal seperti memanfaatkan fasilitas perusahaan secara berlebihan atau membuat keputusan yang penuh risiko misalnya dengan menciptakan utang yang tinggi untuk meningkatkan nilai perusahaan (atas biaya pemilik) dimana tindakan ini disebut *moral hazard* (Scott, 1997:371) dalam, Ali (2002:88). Penyebab konflik lainnya antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan (1) aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan (2) pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana diperoleh tersebut diinvestasikan.

Secara teoretis, mestinya apabila pihak manajemen mengambil keputusan yang merugikan pemegang saham, pihak manajemen dapat diganti oleh para

pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Suad Husnan, 1998:12). Sayangnya, tidak semua pemegang saham hadir dalam rapat tersebut¹, dan banyak juga para pemegang saham yang tidak terlalu memberikan perhatian (terutama para pemegang saham kecil-kecil) terhadap susunan manajemen yang ada. Situasi ini menguntungkan manajemen yang telah ada untuk mempertahankan kedudukan mereka.

Konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut. Beberapa alternatif yang dapat dilakukan guna meminimumkan konflik keagenan tersebut antara lain: (1) pemberian kompensasi yang cukup baik berupa kompensasi minimum, kompensasi tambahan dan pemberian *stock option*, (2) Intervensi langsung oleh pemegang saham, (3) Ancaman dipecat atau *threat of firing*, (4) Ancaman untuk diambil alih atau *threat of takeovers* (Agus, 2001:12). Akibat adanya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya biaya agensi (*agency cost*).

Biaya agensi yang timbul karena adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dapat diminimumkan melalui (i) meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen atau yang dikenal dengan *insider ownership*. Manajer dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan menyejajarkan

¹ Para pemegang saham yang tidak dapat hadir sebenarnya dapat menyerahkan suara mereka dalam bentuk *proxy* (semacam wakil suara) untuk pemungutan suara tentang masalah tertentu. Kalau masalah pergantian manajemen memang akan diagendakan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), *proxy* memang dapat dipergunakan. Tetapi apabila acara tersebut tidak diagendakan, para pemegang saham tidak mungkin menyuarakan kepentingan mereka, karena *proxy* tidak mungkin dipergunakan untuk masalah-masalah yang bersifat "terbuka" (*open-end*) dan masih bersifat perdebatan.

kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976:82), (ii) peningkatan kepemilikan institusi atau *institusional investor* sebagai pihak yang memonitor agen (Moh'd *et. al*, 1998:91). *Investor* institusional (misalnya perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain) dalam suatu perusahaan akan menyebabkan distribusi saham akan lebih menyebar yang nantinya mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen., (iii) meningkatkan *dividen payout ratio* yang akan mengurangi *free cash flow* (Crutley dan Hansen 1989 dalam Faisal, 2005:176). Alternatif ini menyebabkan perusahaan akan mencari sumber pendanaan yang relevan untuk memenuhi kebutuhan operasionalnya.

Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debtholders*, dan manajemen yang notabene merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*agency problems*). *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan dimana hal ini disebabkan karena adanya kontrol yang mereka miliki

Sedangkan kebijakan dividen juga perlu diperhatikan dalam mengendalikan tindakan manajer. Pembayaran dividen akan menjadi alat monitoring sekaligus *bonding* bagi manajemen (Copeland dan Weston, 1992:568). Pembagian dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. Dividen juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan

dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan *perquisites*² yang dilakukan manajemen terhadap *cash flow* perusahaan seiring dengan menurunnya biaya monitoring karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya (Crutley dan Hansen, 1989 dalam Putu Anom dan Jogyanto, 202:635). Selain itu perusahaan yang *go-public* berarti telah menjalankan proses penyaringan yang ketat melalui auditor publik dan Badan Pengawasan Pasar Modal (BAPEPAM) serta *investor* publik dari luar perusahaan akan membantu mengawasi manajer demi kepentingan pemilik saham diluar manajemen.

Biaya agensi yang timbul dari konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer dengan pihak kreditur atau *bondholder* dapat diminimumkan dengan (i) meningkatkan pendanaan dengan utang. Pendanaan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu utang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen *et. al*, 199; Jensen, 1986 yang dikutip dalam Wahidahwati, 2001).

Konflik antara pemegang saham dengan pemberi utang akan semakin meningkat jika utang meningkat karena potensi kerugian yang dialami oleh pemegang utang akan semakin meningkat. Dalam situasi tersebut, pemegang utang akan semakin meningkatkan pengawasan (monitoring) terhadap perusahaan.

Pengawasan bisa dilakukan dalam bentuk biaya-biaya monitoring (persyaratan yang lebih ketat, menambah jumlah akuntan, dan sebagainya) dan bisa juga dalam bentuk kenaikan tingkat bunga.

² *Perquisites* misalnya biaya perjalanan dinas dan akomodasi kelas satu, mobil dinas mewah, dan lainnya atau dengan kata lain biaya yang dikeluarkan tidak untuk kepentingan perusahaan.

Keputusan pendanaan merupakan bagian penting dalam studi manajemen keuangan. Modigliani dan Miller (1958) dalam Miller dan Modigliani (1958) dalam Brigham dan Gapenski (1990:529) mengemukakan proposisi dengan asumsi tanpa pajak dan pasar sempurna, nilai pasar perusahaan bersifat tidak tergantung pada keputusan pendanaan atau struktur modal melainkan ditentukan oleh kapitalisasi keuntungan yang diharapkan pada tingkat tertentu. Setelah unsur pajak dimasukkan dalam model maka pandangan mereka berubah, seperti dikutip oleh Brigham dan Gapenski (1990:531), pada tahun 1963 studi Modigliani dan Miller (1963) yang kedua berargumentasi bahwa keputusan pendanaan melalui utang atau *leverage* akan meningkatkan nilai perusahaan karena bunga utang mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Kritikan terhadap teori MM yang kedua bahwa nilai perusahaan dengan 100% utang lebih baik daripada perusahaan tanpa utang. Perusahaan yang menggunakan 100%, jarang dijumpai dalam praktek, hal tersebut karena terdapat *trade-off* antara manfaat penghematan pajak dengan biaya kebangkrutan dari penggunaan utang (Brigham dan Gapenski, 1990:532).

Dari permasalahan diatas maka pada penelitian ini akan dibahas pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang jangka panjang dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan sampel pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

1.2. Rumusan Masalah

Dari latar belakang masalah diatas maka dapat dimunculkan beberapa permasalahan:

1. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
3. Apakah Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah Kebijakan Utang jangka panjang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan?

1.3. Tujuan Penelitian

Berkaitan dengan rumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk menguji:

1. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
2. Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
3. Kebijakan dividen perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
4. Kebijakan Utang jangka panjang perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

1.4. Manfaat Penelitian

1. Bagi kalangan akademisi, hasil penelitian ini diharapkan akan menambah pengetahuan tentang masalah agensi yang terjadi pada perusahaan manufaktur di Indonesia dikaitkan dengan perubahan nilai perusahaan.
2. Bagi Perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan akan dapat mengetahui variabel apa yang dominan mempengaruhi terjadinya *agency conflict* dan mengetahui variabel apa yang dominan yang mempengaruhi nilai perusahaan dalam hubungannya dengan permasalahan agensi yang terjadi pada perusahaan

3. Bagi penelitian selanjutnya, hasil penelitian ini diharapkan akan menjadi referensi mengenai *agency problem* yang dikaitkan dengan perubahan nilai perusahaan pada khususnya.



BAB II LANDASAN TEORI

2.1. Dasar Teori

2.1.1. Teori Agensi (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976:81) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak dimana satu atau lebih (*principals*) menyewa orang lain (*agents*) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa wewenang pembuatan keputusan kepada agen. Permasalahan ini akan muncul dari pendelegasian tugas yang diberikan, dimana tugas agen adalah memaksimumkan kemakmuran pemilik, tetapi para agen sendiri memiliki kepentingan terhadap insentif yang akan mereka terima.

Menurut Suad Husnan (1998:12) *agency theory* merupakan hubungan antara pemberi kerja dan pemberi amanah untuk melaksanakan pekerjaan. Pemberi kerja disebut sebagai prinsipal dan penerima amanah sebagai agen yang berkewajiban untuk melaksanakan hak dari prinsipal. Kedua pihak tersebut diikat oleh kontrak yang menjelaskan mengenai hak dan kewajiban masing-masing.

Fama (1980) dan Eisenhardt (1989) dalam Mahadwartha (2003:289) mendefinisikan bahwa teori keagenan (*agency theory*) dikonsentrasikan mengenai pemecahan dua masalah yang timbul dalam hubungan agensi. Pertama adalah meningkatnya masalah agensi ketika keinginan dan tujuan antara prinsipal dan agen dipermasalahkan atau terjadi perbedaan, dan akan sulit atau terlalu mahal bagi prinsipal untuk memverifikasi apa yang sebenarnya agen lakukan. Kedua adalah permasalahan yang timbul akibat dari adanya pembagian risiko. Hal ini terjadi ketika prinsipal dan agen mempunyai sikap yang berbeda dalam

menghadapi risiko. Perbedaan dalam menghadapi risiko memunculkan adanya perbedaan dalam membuat kebijakan.

Teori agensi menurut Scott (1997:232-247) yang dikutip dari Ali (2002:85) merupakan salah satu bentuk dari *game theory* yang menunjukkan adanya proses kontrak yang dilakukan antara dua orang atau lebih. Surifah (1999) dalam Ali (2002:85) menyebutkan bahwa dalam teori agensi terdapat dua macam kontrak.

Kontrak tersebut bisa berbentuk: (1) kontrak kerja (*employment contracts*) atau (2) kontrak pinjaman (*lending contracts*). Kontrak kerja (*employment contracts*) dilakukan oleh pemilik perusahaan dengan manajer puncak perusahaan, sedangkan kontrak pinjaman dilakukan oleh manajer perusahaan dengan pemberi pinjaman. Dalam kontrak kerja, pemilik perusahaan merupakan prinsipal dan manajer puncak adalah seorang agen. Sedangkan dalam kontrak pinjaman (*lending contracts*), pemberi pinjaman merupakan pihak prinsipal, dan manajer perusahaan ada di pihak agen. Kontrak didesain untuk melakukan pengawasan (*control action*) terhadap munculnya *moral hazard* di dalam perusahaan, hal ini berkaitan dengan adanya usaha masing-masing pihak untuk mendapatkan kesepakatan yang terbaik bagi dirinya, sehingga akan melibatkan konflik didalamnya. Kontrak yang optimal adalah kontrak yang dapat meminimumkan munculnya *agency cost* dalam perusahaan dan dapat diobservasi bersama-sama kedua belah pihak yaitu prinsipal dan agen. Oleh karena itu kontrak yang didesain secara baik dan optimal akan memberikan sinyal yang lebih bisa dipercaya antara kedua belah pihak.

Sedangkan menurut Suad Husnan (1998:13) dalam hubungan keagenan, baik prinsipal dan agen diasumsikan sebagai individu yang termotivasi oleh

kepentingan masing-masing, dalam pengertian dimana mereka rasional dan mencoba untuk memaksimalkan kepuasan atau kesejahteraan, tetapi mereka mungkin berbeda pada hal pilihan, kepercayaan, dan informasi.

Pada teori agensi perusahaan merupakan lokus (titik temu) hubungan keagenan antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen (*agent*) (Ali, 2002:84), dimana masing-masing pihak dalam hubungan agensi berusaha memaksimalkan utilitasnya.

Berdasarkan beberapa pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa pada dasarnya teori agensi menjelaskan mengenai hubungan antara dua orang atau lebih yang mana hubungan tersebut akan menimbulkan konflik didalamnya akibat adanya perbedaan kepentingan (*self-interested behaviour*).

2.1.2. Masalah Keagenan (*Agency Problem*)

Baiman (1990) dalam Agus (1999:13) menjelaskan bahwa *agency relationship* (hubungan keagenan) dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*) yang timbul jika perilaku "*cooperative*" yang memaksimalkan kesejahteraan kelompok tidak sesuai dengan kepentingan individu.

Masalah keagenan (*agency problem*) terdiri dari dua bentuk yaitu: pertama, masalah keagenan antara kreditor (pemberi utang), misalnya pemegang obligasi (*bondholder*), dengan pemegang saham (*stockholder*) yang diwakili oleh manajemen perusahaan dan kedua, masalah keagenan antara pemegang saham (*stockholder*) dengan manajemen perusahaan (Brigham dan Houston, Terjemahan, 2001:22-26) dimana dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Hubungan kreditor dengan manajemen perusahaan

Brigham dan Houston (Terjemahan, 2001:25-26) menyampaikan kemungkinan adanya masalah agensi berkaitan dengan hubungan antara pemegang saham (*stockholder*) dengan kreditor (*debtholders*). Kreditor biasanya meminjamkan sejumlah dana kepada perusahaan dengan tingkat bunga yang ditentukan berdasarkan tingkat risiko perusahaan tersebut, dengan faktor-faktor penentunya adalah: (1) tingkat risiko aset yang dimiliki perusahaan (2) ekspektasi berkaitan dengan risiko penambahan aset dimasa datang; (3) struktur modal yang dimiliki perusahaan (yaitu jumlah dana pinjaman yang digunakannya); serta (4) ekspektasi berkaitan dengan perubahan struktur modal di masa datang.

Pemegang saham-melalui manajemen perusahaan-bisa saja melakukan manuver dengan memasuki suatu bisnis yang berisiko tinggi yang mungkin jauh lebih tinggi dari yang telah diantisipasi sebelumnya oleh kreditor. Peningkatan risiko ini tentu saja menyebabkan nilai (*value*) piutang yang dimiliki oleh kreditor menjadi turun. Jika manuver tersebut berhasil, kreditor akan menerima *return* dalam jumlah yang sama, seperti yang telah ditetapkan sebelumnya. Sedangkan sisanya yang mungkin dalam jumlah yang amat besar (karena biasanya risiko yang tinggi diikuti dengan tingkat pengembalian yang tinggi pula) akan dinikmati oleh pemegang sahamnya. Namun jika manuver tadi gagal, maka kreditor biasanya akan ikut menanggung risiko tersebut (misalnya, perusahaan menjadi tidak mampu lagi mengembalikan pinjamannya kepada kreditor).

Pemegang saham melalui manajemen mereka tidak bisa menghindari tanggung jawabnya dari kreditor. Pertama, kreditor telah menerapkan pembatasan atau persyaratan-persyaratan (*covenants*) tertentu bagi manajemen atau pemegang

saham melalui perjanjian kreditnya. Misalnya dengan melarang untuk menjual aset tertentu, atau dengan mewajibkan untuk membentuk sejumlah *compensating balance* pada rekening perusahaan tersebut di bank; dan lain sebagainya. Kedua, jika kreditor merasa bahwa peminjam akan mengambil keuntungan dari mereka secara tidak layak, maka mereka dapat menolak permohonan kreditnya, atau jika menerima maka akan mengenakan tarif bunga yang tinggi-dibandingkan dengan tarif normalnya-sebagai kompensasi atas risiko yang mereka tanggung yang juga tinggi. Hal ini dapat menyebabkan akses pemegang saham ke pasar kredit menjadi berkurang atau hilang.

Dalam memaksimalkan kemakmurannya-oleh karena itu-pemegang saham harus berlaku *fairplay*. Kemakmuran atau kekayaannya bergantung pada akses yang berlanjut (*continuous*) di pasar modal dan aksesnya bergantung pada semangat *fairplay*-nya serta kepatuhannya dalam menjalankan kontrak atau perjanjiannya. Sedangkan manajer, sebagai agen dari kreditor maupun pemegang saham, harus dapat bertindak secara seimbang terhadap kepentingan kedua kelompok ini. Jika manajemen melakukan hal-hal yang dapat merugikan para *stakeholder* perusahaan lainnya (para pegawai, pelanggan, pemasok dan seterusnya) maka ia akan menyebabkan kerugian pula bagi pemegang saham. Karenanya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham haruslah dengan tindakan-tindakan yang *fair* dari setiap *stakeholder* (Brigham dan Houston, Terjemahan, 2001:).

b. Hubungan pemegang saham dengan manajemen perusahaan

Brigham dan Houston (Terjemahan, 2001:22-24) menyatakan bahwa dalam hubungan agensi ini potensi terjadinya konflik atau problem agensi amat besar.

Ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa milik perusahaan, maka potensi itu pun muncul. Misalnya, seorang manajer-pemilik yang memiliki sepenuhnya saham perusahaannya, akan bekerja dengan sepenuh hati untuk menjalankan usahanya dengan sebaik-baiknya. Namun pada saat ia mulai menjual sebagian saham yang dimilikinya, kendati masih dalam posisi sebagai manajer-pemilik, mungkin sekali etos kerjanya akan berubah. Bisa jadi, mulai muncul perasaan pada dirinya bahwa kekayaan yang diperoleh perusahaan tersebut tidak lagi menjadi hak dia sepenuhnya, namun ada sejumlah tertentu yang akan menjadi hak pemegang saham lainnya. Atau mungkin pula ia mulai ingin mendapatkan gaji yang lebih tinggi maupun fasilitas-fasilitas tertentu milik prinsipal untuk kenikmatan dan kenyamanan dirinya (*perquisites*) karena merasa bahwa sebagian biaya terkait yang terjadi akan menjadi tanggungan pemegang saham yang lain tersebut.

Menurut Brigham dan Gapenski (1991:20), potensi konflik lainnya yang bisa muncul dari hubungan manajemen dan pemegang saham ini adalah *leveraged buyout* (LBO) yaitu suatu situasi dimana sebuah kelompok-yang seringkali adalah manajemen perusahaan-menggunakan fasilitas kredit untuk membeli saham perusahaan yang sedang beredar. Tahapan-tahapan untuk LBO ini adalah, manajemen (1) merancang suatu skema kredit atau pinjaman; (2) melakukan *tender offer*-yaitu suatu penawaran untuk membeli saham perusahaan langsung dari pemegang sahamnya; dan kemudian (3) “menguasai perusahaan secara pribadi”.

Namun, menurut Brigham dan Gapenski (1991:21-23) ada beberapa mekanisme yang dapat digunakan untuk memotivasi para manajer agar mereka bertindak lebih sesuai dengan keinginan pemegang saham; diantaranya ialah:

1. Ancaman pemecatan (*The Threat of Firms*)
2. Ancaman pengambilalihan (*The Threat of Take Over*)
3. Kompensasi manajerial (*Structuring Managerial Incentives*)

Alternatif yang pertama-pemecatan-mungkin sulit dilakukan dalam sebuah perusahaan yang telah benar-benar *go public* dan tidak ada pemegang sahamnya yang mayoritas. Namun dalam kondisi yang sebaliknya (ada pemegang saham mayoritas) maka mekanisme ini bisa dijalankan. Biasanya, perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki struktur seperti kondisi kedua ini.

Alternatif yang kedua-ancaman pengambilalihan-juga merupakan sebuah motivasi bagi manajer. Sebab jika sampai terjadi pengambilalihan perusahaan oleh pihak lain karena kinerjanya buruk, maka mungkin sekali ia tidak akan dipakai lagi oleh pemilik yang baru di perusahaan tersebut. Atau jika masih dipakai, kewenangannya mungkin akan jauh berkurang atau tidak lagi seperti sebelumnya. Namun, pada sisi lain, manajer dimungkinkan juga untuk melakukan strategi perlawanan dengan melakukan taktik *poison pill* maupun *greenmail*.

Taktik yang pertama adalah, suatu tindakan yang dilakukan oleh manajemen untuk membuat sebuah perusahaan menjadi tidak menarik bagi calon pembeli sehingga terhindar dari pengambilalihan. Sedangkan taktik yang kedua adalah sebuah situasi dimana suatu perusahaan-dengan maksud untuk mencegah terjadinya pengambilalihan-membeli kembali saham dari pihak 'penyerangnya' dengan harga diatas harga pasar.

Sedangkan alternatif yang ketiga, sebagai sarana untuk ‘mengendalikan’ manajemen, dapat dijalankan dengan melakukan suatu paket kompensasi berupa program *executive stock option*; yaitu suatu penawaran insentif yang memungkinkan para manajer untuk membeli saham perusahaan pada waktu tertentu di masa datang, dengan harga tertentu. Atau bisa juga dengan bentuk alternatif lainnya, yaitu *performance share*, dimana manajer diberi imbalan atau bonus berupa saham (atau bisa pula berupa yang lain) berdasarkan kinerja perusahaan pada suatu waktu tertentu, dengan dasar laba per lembar saham atau menggunakan alat ukur lainnya.

Scott (1997) dalam Ali (2002:86) menyebut pula adanya satu mekanisme lain untuk memotivasi agen atau manajer agar memberikan kinerja sebaik-baiknya, yaitu, melalui keberadaan pasar tenaga kerja pada level manajerial. Karena para manajer yang tidak memberikan kinerja mereka yang terbaik, akan melihat bahwa bukan saja reputasi mereka menjadi terpuruk. Namun gaji yang dapat mereka harapkan jika mereka dipecat atau berpindah kerja di perusahaan lain juga akan berkurang, yang tentunya pada akhirnya akan mengurangi utilitas mereka sendiri.

2.1.3. Biaya Agensi (*Agency Cost*)

Konflik kepentingan yang terjadi antara prinsipal dan agen dapat diminimalkan dengan mekanisme pengawasan yang dapat menyejajarkan kepentingan-kepentingan terkait tersebut. Sayangnya, mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*.

Menurut Brigham dan Gapenski (1991:20) *agency cost* merupakan biaya yang meliputi biaya untuk memonitoring tindakan manajer dan mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki.

Menurut Jensen dan Meckling (1976:85), *agency cost* dapat dibedakan menjadi 2 macam yaitu:

1. *Agency cost of equity*

Terjadi karena perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer sebagai akibat dari penjualan klaim ekuitas atas perusahaan.

Pemilik-manajer akan menanggung hanya sebagian biaya operasional perusahaan yang digunakan untuk mengkonsumsi penghasilan tambahan dari sumber dana perusahaan untuk konsumsinya sendiri. Konflik potensial berasal dari keadaan ketika kepemilikan manajerial turun sehingga dorongan untuk mencurahkan usaha pada aktifitas-aktifitas yang kreatif juga menurun.

2. *Agency cost of debt*

Terjadi karena perbedaan kepentingan antara *stockholder* dengan *debtholder*. Dengan penerbitan utang, *debtholder* memiliki hak atas sebagian laba yang diperoleh perusahaan dan aset-asetnya. Sementara itu manajer memegang pengendalian perusahaan yang sangat menentukan tingkat profitabilitas melalui aliran kasnya. Misalnya, manajer melakukan ekspansi yang menyebabkan risiko perusahaan lebih besar dari apa yang diperkirakan oleh kreditor. Hal tersebut akan meningkatkan tingkat keuntungan yang diisyaratkan atas utang yang telah diberikan dan akhirnya mengakibatkan nilai utang meningkat. Jika investasi tersebut berhasil maka sebagian besar keuntungan akan menjadi hak *stockholder*, karena bunga atas utang bersifat tetap, yang ditentukan atas dasar risiko aktiva lama. Tetapi bila investasi tersebut gagal maka kreditor harus ikut

menanggung kerugian tersebut, sehingga disimpulkan bahwa investasi tersebut hanya baik bagi *stockholder* tetapi berdampak negatif bagi kreditor, kecuali bila dimasukkan berbagai pembatasan dalam pemberian utang.

Selain itu Jensen dan Meckling (1976:81) mengidentifikasikan biaya agensi (*agency cost*) menjadi tiga kelompok yaitu: 1) *the monitoring expenditure by the principal* adalah biaya pengawasan yang harus dikeluarkan oleh pemilik; 2) *the bonding cost* adalah biaya yang harus dikeluarkan akibat pemantauan yang harus dikeluarkan prinsipal (pemilik) kepada agen; dan 3) *the residual cost* adalah pengorbanan akibat berkurangnya kemakmuran prinsipal (pemilik) karena perbedaan keputusan antara prinsipal (pemilik) dan agen.

Sedangkan Brigham dan Gapenski (1991:20-21) mengkategorikan biaya agensi (*agency cost*) sebagai berikut:

- a) *Expend* untuk mengawasi segala tindakan manajerial seperti biaya audit (*audit cost*)
- b) *Expend* untuk mengatur organisasi yang ada agar dapat membatasi perilaku manajer yang tidak diinginkan. Hal ini dapat dilakukan dengan menunjuk pihak investor luar untuk masuk ke dalam struktur kepemimpinan perusahaan
- c) *Opportunity cost* akibat adanya pembatasan yang dilakukan oleh pemegang saham terhadap segala tindakan manajer.

Menurut Jensen dan Mekling (1976:82-83) biaya agensi (*agency cost*) tercermin dalam aktivitas berikut ini:

a) Pengeluaran untuk monitoring seperti halnya biaya untuk pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian intern. Biaya tersebut harus dikeluarkan untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak atas dasar kepentingan terbaik bagi pemilik perusahaan

b) Pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten-memaksimumkan nilai perusahaan. Bentuk insentif yang umum adalah *stock option* yaitu pemberian hak kepada manajemen untuk membeli saham perusahaan di masa yang akan datang dengan harga yang telah ditentukan. Bentuk yang lainnya adalah *performance share* yaitu pemberian saham kepada manajemen atas pencapaian tujuan-pencapaian tingkat *return* tertentu. Pemberian insentif sering pula berupa pemberian *cash bonus* atau bonus kas yang dikaitkan dengan pencapaian tujuan tertentu.

c) *Fidelity bond* adalah kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga dimana pihak ketiga-*bonding company* setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur sehingga menimbulkan kerugian bagi perusahaan. *Fidelity bond* mempunyai pengertian hampir sama dengan asuransi kerugian atas praktik yang tidak jujur.

Golden parachutes dan *poison pill* dapat digunakan pula untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham (Made:2004). *Golden parachutes* adalah suatu kontrak antara manajemen dan pemegang saham yang menjamin bahwa manajemen akan mendapat kompensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau terjadi perubahan pengendalian perusahaan. Dengan demikian manajemen tidak perlu khawatir akan

kehilangan pekerjaan. Sedangkan *poison pill* adalah usaha pemegang saham untuk menjaga agar perusahaan tidak diambil alih oleh perusahaan lain. Usaha ini dapat dilakukan dengan mengeluarkan hak penjualan saham pada harga tertentu atau mengeluarkan obligasi disertai dengan hak penjualan obligasi pada harga tertentu.

Sehingga apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain, pembeli perusahaan wajib membeli saham dan obligasi pada harga yang telah ditentukan sebelumnya.

2.1.4. Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*)

Masalah kepemilikan saham oleh *insider* tidak bisa lepas dengan apa yang disebut teori keagenan. Hubungan keagenan akan timbul apabila satu atau lebih individu yang disebut *principals*, menyewa satu atau lebih individu lain, yang disebut agen, untuk melaksanakan suatu aktivitas dengan disertai adanya pendelegasian pengambilan keputusan kepada agen. Masalah keagenan muncul ketika manajemen perusahaan memiliki saham kurang 100 persen.

Apabila perusahaan sepenuhnya dimiliki oleh *owner-manager*, maka *owner-manager* akan mengoperasikan perusahaan hanya untuk tujuan meningkatkan kesejahteraannya sendiri dan jika *owner-manager* menjual sahamnya ke pihak lain, maka hal ini akan menimbulkan konflik kepentingan. Levy dan Sarnat (1988:7) seperti yang dikutip Wahidahwati (2001) mengklasifikasikan potensi konflik antara pemegang saham dengan manajer dalam tiga tipe utama yaitu:

1. Manajer mungkin akan menggunakan sumber daya perusahaan bagi kepentingan pribadinya atau melakukan ekspansi yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham
2. Manajer kemungkinan mempunyai horizon waktu yang lebih pendek dibanding pemegang saham, sebagai akibatnya manajer mungkin akan

menyukai proyek-proyek investasi dengan jangka waktu pengembalian pendek dibandingkan dengan yang memiliki jangka waktu pengembalian panjang, karena hal ini berkaitan dengan kecepatan promosi jabatan mereka

3. Manajer dan pemegang saham kemungkinan mempunyai penilaian yang berbeda atas risiko.

Insider adalah semua pihak yang ikut berperan atau terlibat dalam penentuan kebijaksanaan perusahaan atau mempunyai akses langsung terhadap *inside information*. Penjelasan pasal 95 Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal, memberikan definisi tentang insider yaitu:

- a. Komisaris, direktur, atau pegawai emiten atau perusahaan *go public*
- b. Pemegang saham utama, yaitu pihak yang memiliki sekurang-kurangnya 20% hak suara dari seluruh saham yang memiliki hak suara
- c. Orang perorangan yang karena kedudukan atau profesinya atau karena hubungannya dengan emiten memungkinkan untuk memperoleh informasi orang dalam

Perusahaan yang pemegang sahamnya atau pemiliknya berperan dan terlibat dalam manajemen serta kebijaksanaan perusahaan akan mendapatkan dari adanya tambahan semangat kewirausahaan yang mereka miliki dan perusahaan tersebut akan mempunyai nilai lebih. Keadaan ini berbeda dengan perusahaan yang kendali operasionalnya hanya dijalankan oleh manajer yang hanya digaji oleh pemilik perusahaan dan tidak menjadi bagian dari kelompok yang memiliki perusahaan tersebut.

2.1.5. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Institusi merupakan pihak yang memiliki kemampuan profesional dalam pembuatan keputusan dan untuk menetapkan baik atau buruknya kinerja perusahaan. Sebagai hasilnya tingkat kepemilikan institusional *shareholder* akan memiliki dampak terhadap *agency cost*. Han et al (1999) dalam Fitri dan Mamduh (2003) menyatakan bahwa ada beberapa alasan mengapa institusi dapat menjadi monitor agen yang sangat kuat. Alasan tersebut yaitu:

- a. Pihak institusi memiliki keuntungan dari skala ekonomi dalam pengumpulan informasi dan analisis. Mereka biasanya mempekerjakan suatu tim untuk menganalisa dan mengevaluasi atas segala keputusan manajer dengan bantuan komputer tercanggih dan jaringan informasi yang dimilikinya
- b. Pihak institusi lebih mengutamakan *long-term interest* untuk dimiliki oleh pihak manajemen, sehingga aset-aset perusahaan yang penting akan mendapatkan pengawasan yang lebih dan pergerakannya akan diatur seefisien mungkin.

Kepemilikan institusional menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan *blockholder*. *Blockholder* merupakan kepemilikan individu atas nama perorangan diatas 5%, tetapi tidak termasuk kedalam golongan kepemilikan *insider* (Fitri dan Mamduh, 2003). Agrawal dan Knouber (1996) sebagaimana yang dikutip oleh Fitri dan Mamduh (2003) menjelaskan bahwa kepemilikan *blockholder* termasuk kedalam kepemilikan institusi.. Perusahaan yang memiliki persentase *blockholder* yang besar akan lebih mampu untuk memonitor aktifitas manajer. Hal ini dapat disimpulkan bahwa

semakin besar kepemilikan institusional maka akan semakin efisien dalam kemampuannya untuk memonitor manajemen dan bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan (Faisal, 2005).

Investor institusional dapat dibagi menjadi *investor* pasif dan aktif menurut Pozen (1994) dalam Mahadwartha dan Jogiyanto (2003). *Investor* aktif adalah *investor* yang aktif ikut terlibat dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan sedangkan *investor* pasif tidak terlalu ingin terlibat dengan keputusan manajemen. Keberadaan *investor* institusi ini dipandang mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi perusahaan sehingga dapat dikatakan kegiatan *investor* ini mampu meningkatkan harga saham yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Crutchley et.al. (1999) dan Slovin dan Sushka (1993) dalam Eddy dan Mas'ud (2003) namun Slovin dan Sushka (1993) menyatakan bahwa kepemilikan institusi tidaklah selalu meningkatkan nilai perusahaan karena kepemilikan institusi dapat menurunkan nilai perusahaan saat kepentingan institusi sejalan dengan kepentingan manajer.

Wahidahwati (2001) menyebutkan bahwa salah satu cara alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu dengan *investor* institusional. Adanya kepemilikan oleh *investor* institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lainnya akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Moh'd et al (1998:91) menyatakan bahwa pendistribusian saham diantara pemegang saham luar (*outside shareholders*) dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan

untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Sehingga, dengan adanya peningkatan *investor* institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

2.1.6. Kebijakan Utang (*Debt Policy*)

2.1.6.1. Pengertian Utang

Menurut Agustinus dkk (2002), utang didefinisikan sebagai salah satu alat pendanaan yang merupakan sebuah *contractual claim* atas *cash flow* perusahaan (bukan sebuah fungsi dari kinerja operasinya), menciptakan adanya potongan pembayaran pajak, mempunyai umur yang tetap dan mempunyai prioritas baik dalam periode operasinya maupun dalam masa kebangkrutan. Klaim dalam utang berarti kreditor berhak atas *cash flow* perusahaan debitor (biasanya berupa pembayaran bunga dan pokok pinjaman). Hal ini berbeda dengan ekuitas dimana pemegang ekuitas berhak atas residual *cash flow* setelah perusahaan memenuhi kewajiban yang lain.

Kebijakan utang dalam perusahaan merupakan kebijakan yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa (Agus, 1999:295).

Menurut Indahwati (2003), fokus pembicaraan mengenai struktur modal adalah penggunaan utang. Nilai perusahaan diharapkan meningkat apabila perusahaan mengubah struktur modalnya mencapai tingkat optimal melalui penggunaan utang secara berhati-hati.

2.1.6.2. Teori Struktur Modal

Teori struktur modal telah dikembangkan dalam dua aliran (Brigham, 1995:447), yaitu:

1) *Trade off theory*

Teori *trade off* menyatakan bahwa utang bermanfaat karena bunga dapat mengurangi pajak, tetapi utang juga menimbulkan biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan yang aktual dan potensial.

Implikasi *trade off theory* menurut Brigham (1995:448) adalah:

- a. Perusahaan dengan risiko bisnis yang lebih tinggi sebaiknya menggunakan lebih sedikit utang, karena makin tinggi risiko bisnis, peningkatan utang memperbesar beban bunga tetap, sehingga menurunkan laba dan menyebabkan perusahaan mengalami *financial distress*.
- b. Perusahaan yang terkena tingkat pajak yang lebih tinggi memperoleh penghematan pajak lebih tinggi bila menggunakan lebih banyak utang.

2) *Signaling theory*

Teori ini didasari adanya asimetri informasi yang terjadi antara manajemen dengan *investor*. Pada situasi tersebut, manajer mempunyai informasi tentang prospek perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan *investor*. *Investor* akan menilai prospek dari suatu perusahaan berdasarkan sinyal yang diberikan manajemen melalui keputusan pendanaannya. Fokus utama dari teori ini adalah mekanisme yang ditempuh manajemen untuk mendapatkan dana eksternal melalui alternatif utang ataupun penerbitan ekuitas baru.

Perusahaan yang mempunyai prospek yang bagus akan mengalami kenaikan harga saham seiring dengan perspektif positif dari para *investor*. Manajemen akan menikmati kenaikan harga saham ini bersama dengan pemegang saham saat ini. Seiring dengan pertumbuhan perusahaan, maka untuk kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan akan memakai utang daripada penerbitan ekuitas baru. Hal ini dikarenakan manajemen lebih mementingkan pemegang saham lama daripada berbagi dengan pemegang saham baru. Sebaliknya bila perusahaan menerbitkan ekuitas, para *investor* akan menilai negatif prospek karena manajemen dianggap berbagi risiko dengan pemegang saham yang baru. Jadi pemilihan alternatif antara utang dan penerbitan ekuitas merupakan sinyal (*signaling*) manajemen kepada para *investor* tentang prospek perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai dari sebuah perusahaan.

Dari penjelasan diatas, maka muncul *Pecking Order Theory* yang dikemukakan oleh Donalson pada tahun 1961 dalam Mamduh (2004:313). Myers (1984) dalam Agustinus dkk (2002) berpendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *Pecking Order Theory* mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut :

- a. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal
- b. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi
- c. Kebijakan dividen bersifat *sticky*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi
- d. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan memilih sumber dana dari utang karena dipandang lebih aman dari ekuitas. Ekuitas adalah pilihan

terakhir dari *Pecking Order Theory* sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.

2.1.6.3. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal

Menurut Brigham (1995:422), sebelum menentukan target struktur modalnya maka perusahaan terlebih dahulu harus menganalisis sejumlah faktor. Target yang ditetapkan tersebut mungkin akan berubah sesuai dengan kondisi tetapi akan memberikan pedoman tentang struktur modal bagi manajemen perusahaan. Bila penggunaan utang dibawah target, ekspansi modal mungkin dilakukan dengan menambah utang. Sedangkan jika diatas target, maka ekuitas mungkin akan digunakan.

Kebijakan struktur modal melibatkan *trade off* antara risiko dan *return*, yaitu penggunaan utang yang meningkat akan menimbulkan risiko terhadap aliran laba perusahaan. Akan tetapi rasio utang yang lebih tinggi umumnya mengarah ke suatu tingkat *return* yang lebih tinggi. Risiko yang lebih tinggi cenderung menyebabkan harga saham yang lebih rendah tetapi tingkat *return* yang lebih tinggi meningkatkan harga saham. Jadi struktur modal yang optimal menemukan sebuah keseimbangan antara tingkat risiko dan *return* sehingga akan memaksimalkan harga saham sebuah perusahaan (Brigham, 1995:422).

Menurut Brigham (1995:4220), ada empat faktor utama yang mempengaruhi keputusan struktur modal yang optimal, yaitu:

1. Risiko bisnis atau risiko yang berkaitan dengan operasional perusahaan bila tidak menggunakan utang. Semakin besar risiko bisnis perusahaan maka semakin rendah rasio utang optimalnya

2. Posisi pajak perusahaan. Bunga adalah *tax deductible expense* dan pengurangan tersebut paling bernilai bagi perusahaan dengan tingkat pajak yang tinggi. Oleh karena itu, tingkat utang perusahaan yang lebih tinggi akan mengakibatkan lebih banyak keuntungan yang diperoleh dari pajak.
3. Fleksibilitas keuangan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan modal dengan syarat-syarat yang *reasonable* dalam setiap kondisi. Hal ini berarti bahwa perusahaan akan mempertahankan *reserve borrowing capacity* yang cukup. Penentuan kecukupan *reserve borrowing capacity* adalah *judgemental* tetapi tergantung pada kebutuhan yang diramalkan, kondisi pasar modal yang diprediksi, keyakinan manajemen dalam permodalannya dan konsekuensinya dari kekurangan modal.
4. *Managerial conservatism or aggressiveness*. Beberapa manajer lebih agresif daripada yang lain sehingga beberapa perusahaan lebih cenderung untuk menggunakan utang supaya mendorong keuntungan. Faktor ini tidak mempengaruhi struktur modal yang optimal atau memaksimalkan nilai perusahaan tetapi hanya mempengaruhi pencapaian target struktur modal.

2.1.6.4. Utang jangka panjang

Penggunaan utang yang semakin besar dalam struktur modal akan memberikan risiko kegagalan yang lebih tinggi (risiko kebangkrutan). Semakin besar proporsi utang yang digunakan oleh perusahaan, pemegang saham akan menanggung risiko yang makin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan akan dikenakan bunga tetap atas penggunaan utang jangka panjangnya dan hal ini akan meningkatkan risiko yang harus ditanggung oleh pemegang saham (Wahidahwati, 2002).

Keuntungan penggunaan utang jangka panjang menurut Agus (1999:422) adalah sebagai berikut:

- a. Biaya modal setelah pajak yang rendah
- b. Biaya yang dibayarkan merupakan pengurangan pajak penghasilan
- c. Melalui *financial leverage* dimungkinkan laba per lembar saham akan meningkat
- d. Kontrol terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham tidak mengalami perubahan.

Sedangkan kelemahan penggunaan utang jangka panjang menurut Agus (1999:423) adalah sebagai berikut:

- a. *Financial risk* perusahaan meningkat sebagai akibat meningkatnya *financial leverage*
- b. Batasan yang disyaratkan kreditor seringkali menyulitkan manajer
- c. Munculnya *agency problem* yang mengakibatkan meningkatnya *agency cost*.

2.1.7. Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

2.1.7.1. Pengertian Dividen

Menurut Agus (1999:361) dividen merupakan bagian dari keuntungan perusahaan yang didistribusikan kepada para pemegang saham dan pada umumnya dilakukan secara berkala. Sedangkan Bambang (1994:201) menyatakan bahwa dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham atau *equity investor*. Adapun pendapat Bambang (1991:165) adalah bahwa dividen adalah pembagian keuntungan yang dibagikan kepada *investor* oleh perusahaan yang mengeluarkan atau menerbitkan saham.

Dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa dividen adalah pembagian sebagian dari laba perusahaan kepada para *investor* atau pemegang saham dimana dividen yang diberikan dapat berupa uang kas, harta selain kas dan dalam keadaan tertentu dividen dapat berupa saham tambahan.

2.1.7.2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen pada hakekatnya adalah menentukan berapa bagian keuntungan yang diperoleh perusahaan yang akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham dan berapa banyak laba yang ditahan di dalam perusahaan sebagai unsur pembelanjaan intern dari perusahaan. Weston dan Copeland (1992:125) menjelaskan bahwa kebijakan dividen menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali perusahaan.

Sedangkan menurut Riyanto (1995:265) kebijakan dividen bersangkutan dengan penentuan pendapatan antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan di dalam perusahaan yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan di dalam perusahaan yang biasa disebut sebagai laba ditahan (*retained earnings*). Laba ditahan (*retained earnings*) merupakan sumber dana penting yang digunakan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan.

Menurut Keown et. al. (2000:617) kebijakan dividen perusahaan bisa dianggap oleh pemilik sebagai alat untuk meminimalisasi biaya agensi (*agency cost*). Dengan mengasumsikan bahwa pembayaran dividen mensyaratkan manajemen untuk menerbitkan saham untuk mendanai investasi baru dimana *investor* baru mungkin tertarik pada perusahaan hanya jika manajemen

memberikan informasi yang meyakinkan bahwa modal *investor* akan digunakan sehingga menghasilkan keuntungan yang optimal. Maka pembayaran dividen secara langsung menghasilkan monitor atau pengawasan yang lebih ketat pada kegiatan investasi manajemen sehingga dividen bisa memberikan kontribusi yang berarti pada nilai perusahaan.

Brigham dan Houston (2001:361-362) memperlihatkan berdasarkan model dasar dari harga saham, $P_0 = D_1 / (K_s - g)$ dimana P_0 = harga pasar (*market price*) aktual saham hari ini, D_1 = dividen, K_s = tingkat pengembalian yang diperlukan atas saham *biasa* (*required rate of return*), g = tingkat pertumbuhan yang diharapkan atas dividen seperti yang diprediksikan oleh *investor* marginal, bahwa jika perusahaan menjalankan kebijakan untuk membagikan tambahan dividen tunai maka D_1 akan naik dan hal itu cenderung meningkatkan harga saham. Namun, jika dividen tunai meningkat, maka makin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi, tingkat pertumbuhan yang diharapkan untuk masa mendatang akan rendah, dan hal ini akan menekan harga saham. Jadi perubahan besarnya dividen tersebut mengandung dua akibat yang saling bertentangan sehingga perusahaan harus dapat mengambil suatu keputusan kebijakan dividen yang optimal dimana kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga memaksimumkan harga saham.

2.1.7.3. Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen masih merupakan masalah yang mengandung perdebatan. Beberapa teori tentang dividen dijelaskan sebagai berikut (Brigham dan Gapenski, 1991:527-547):

1. Teori dividen tidak relevan (*Dividend irrelevance theory*)

Teori dividen tidak relevan (*dividend irrelevance theory*) yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (1958) dalam Brigham dan Gapenski (1991:529) adalah teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan (*earning power*) dan tingkat risiko (*risk class*) karenanya nilai perusahaan lebih tergantung pada kebijakan investasinya (pendapatan yang dihasilkan oleh aktivasnya) dibandingkan dengan bagaimana keuntungan dipisah antara dividen dan laba ditahan. Perusahaan bisa saja membagikan dividen yang besar ataupun kecil asalkan dimungkinkan pendapatan yang diperoleh bisa menutupi kekurangan sumber dana eksternal.

Miller dan Modigliani (1958) dalam Brigham dan Gapenski (1991:529) menyatakan bahwa yang penting adalah apakah investasi yang tersedia diharapkan akan memberikan NPV (*Net Present Value*) atau nilai sekarang bersih yang positif atau menghasilkan tingkat keuntungan yang lebih besar dari biaya modalnya, tidak peduli apakah dana yang digunakan untuk membiayai berasal dari dalam perusahaan (menahan laba) ataupun dari luar perusahaan (menerbitkan saham baru). Dampak pilihan keputusan tersebut sama saja bagi kekayaan pemegang saham lama sehingga keputusan dividen adalah tidak relevan.

Miller dan Modigliani (1958) dalam Brigham dan Gapenski (1991:529) menyatakan bahwa teori dividen tidak relevan (*dividend irrelevance*

theory) ini disebabkan oleh fakta bahwa pada kenyataannya perubahan dalam tingkat pembagian dividen sering diikuti oleh perubahan harga pasar. Hal ini disebabkan karena apabila dividen yang dibagikan lebih kecil daripada yang diharapkan, menjadi sinyal bagi pemegang saham akan memburuknya laba yang diperoleh perusahaan di masa mendatang, sehingga hal ini akan menyebabkan menurunnya harga saham. Jadi bukan hanya karena pemegang saham lebih menyukai pembagian dividen daripada laba ditahan. Asumsi yang digunakan oleh MM (1958) atas pendapatnya tersebut adalah (1) bahwa tidak terdapat pajak pendapatan perseorangan atau perusahaan, (2) bahwa tidak terdapat biaya emisi atas jual-beli saham, (3) bahwa *leverage* keuangan tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya modal, (4) bahwa para *investor* dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek (masa depan) perusahaan, (5) bahwa distribusi pendapatan di antara dividen dan laba yang ditahan tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya ekuitas perusahaan (k_s), dan, (6) bahwa kebijakan penganggaran modal perusahaan adalah terlepas dari kebijakan dividennya.

2.2 Teori burung di tangan (*Bird in the hand theory*)

Teori burung di tangan (*Bird in the hand theory*) dikemukakan oleh Lintner (1962) dan Gordon (1963) dalam Brigham dan Gapenski (1991:529-530). Teori ini menyatakan bahwa *investor* menyukai dividen yang tinggi atau harus merealisasikan kesejahteraannya. Hal ini karena dividen yang diterima risikonya lebih kecil dibandingkan dengan menahannya dalam bentuk laba ditahan, atau sedikit dividen yang sudah

ada ditangan atau sudah pasti lebih berarti daripada banyaknya *capital gain* (kenaikan nilai modal) yang masih diharapkan atau yang masih belum pasti. Jadi teori ini berpendapat bahwa dividen sebaiknya dibagikan sebesar-besarnya.

3. *Tax preference theory*

Tax preference theory dikemukakan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam Brigham dan Gapenski (1991:530-531). Teori ini menyatakan bahwa dividen sebaiknya dibagikan serendah mungkin. Hal ini karena apabila perusahaan menerbitkan saham baru, perusahaan akan menanggung berbagi biaya (*flotation cost*) seperti *fee* untuk *underwriter* (penjamin emisi efek), biaya notaris, akuntan, konsultan hukum, pendaftaran saham dan sebagainya yang biasanya berkisar 2-4%. Apabila perusahaan memiliki dana untuk melakukan investasi, mengapa dana tersebut harus dibagikan sebagai dividen, sehingga perusahaan perlu menerbitkan saham baru dan membayar *flotation cost* (persentase biaya penerbitan saham biasa baru), karena itulah teori ini berpendapat bahwa dividen seharusnya dibagikan sekecil mungkin, sejauh dana tersebut bisa dipergunakan dengan menguntungkan.

Sedangkan menurut Suad Husnan (1994:340) ada beberapa teori yang menjelaskan mengenai kebijakan dividen, yaitu:

1. Teori dividen tidak relevan (*Dividend irrelevance theory*)
2. Teori dividen relevan terhadap harga saham

Keadaan pasar yang sebenarnya adalah tidak sempurna karena adanya biaya emisi, biaya transaksi, serta pajak atas dividen dan *capital gain* (kenaikan nilai

modal), sehingga asumsi yang digunakan dalam teori dividen tidak relevan (*dividend irrelevance theory*) sulit untuk dipenuhi dalam keadaan sebenarnya.

Selain itu adanya ketidakpastian mengenai hasil dimasa yang akan datang.

Investor lebih menyukai dividen karena dengan adanya risiko ketidakpastian, *investor* mempunyai referensi yang lebih terhadap kebijakan dividen dibandingkan *capital gain* (kenaikan nilai modal). *Investor* bersedia membayar lebih tinggi saham-saham perusahaan yang membayar dividen dalam jumlah besar. Dengan demikian dividen relevan terhadap harga saham.

2.1.7.4. Jenis-Jenis Kebijakan Dividen

Menyangkut masalah keputusan kebijakan dividen, yaitu mengenai bagaimana cara dan dalam bentuk apakah dividen dibagikan kepada pemegang saham, Bambang (1994:205) menyatakan ada empat macam pola pembayaran dividen sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen *residual*

Kebijakan dividen yang menyangkut jumlah dividen yang dibayarkan tergantung peluang investasi. Jumlah dividen yang dibayarkan merupakan *residual* atau sisa dari laba bersih setelah digunakan untuk proyek-proyek yang menguntungkan. Kebijakan ini akan menghasilkan pembayaran dividen yang tinggi pada saat pendapatan perusahaan tinggi dan kesempatan investasi kurang, dan begitu juga sebaliknya.

2. Kebijakan dividen yang stabil

Dividen yang dibayarkan jumlahnya tetap dan dalam jangka waktu tertentu walaupun pendapatannya berubah. Dengan kata lain dividen per

lembar saham yang dibayarkan tiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meski pendapatan per lembar sahamnya berfluktuasi.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yang konstan

Jumlah dividen yang dibayarkan merupakan persentase yang konstan dari pendapatan. Perusahaan menetapkan target pembayaran dalam rasio tertentu (*dividend payout ratio*) bisa lebih tinggi atau lebih rendah dari yang ditargetkan tergantung pendapatan perusahaan dan kesempatan investasi.

4. Kebijakan dividen yang berfluktuasi

Kebijakan jumlah dividen yang dibayarkan rendah tetapi apabila pendapatan naik maka diberi dividen ekstra (*extra dividend*). Kebijakan ini merupakan gabungan antara pembayaran dividen yang stabil, dengan mempertahankan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yang konstan. Dividen kecil yang teratur merupakan komponen dividen yang stabil dan diharapkan oleh *investor*. Untuk dividen ekstra (*extra dividend*) merupakan kenaikan dividen pada tahun itu tanpa memberikan perjanjian bahwa hal tersebut akan berlangsung di masa yang akan datang.

Kebijakan dividen sebaiknya dapat mencerminkan kandungan *informasi* (*informational content of dividends* atau *signaling*), perbedaan kelompok pemegang saham (*clienteles effect of stockholders*) dan biaya agensi (*agency cost*) (Keown *et al.*, 2000:615). Adapun penjelasannya sebagai berikut:

a. Kandungan informasi (*informational content of dividends* atau *signaling*)

Pada kandungan informasi dividen, Miller dan Modigliani (1958) menyatakan bahwa pada praktiknya perusahaan lebih memilih untuk

tidak menurunkan dividen karenanya perusahaan tidak menaikkan dividen kecuali jika perusahaan mengantisipasi laba yang sama atau lebih besar di masa depan. Apabila perusahaan membagikan dividen yang lebih tinggi daripada yang diharapkan, hal ini menjadi sinyal bagi pemegang saham akan membaiknya laba yang diperoleh perusahaan dimasa mendatang atau jika dividen yang dibagikan lebih kecil daripada yang diharapkan, hal ini menjadi sinyal bagi pemegang saham akan memburuknya di masa mendatang, yang akan mempengaruhi harga saham. Oleh karena itu Miller dan Modigliani (1958) menyatakan bahwa reaksi pemegang saham terhadap kebijakan dividen tidak berarti bahwa pemegang saham lebih menyukai pembagian dividen daripada laba ditahan, tetapi lebih disebabkan karena adanya perubahan harga saham yang mengikuti perubahan dividen. Hal ini menunjukkan adanya informasi atau sinyal dari pengumuman dividen yang disebut sebagai *informational content of dividends* atau *signaling*

b. Perbedaan kelompok pemegang saham (*clienteles effect of stockholders*)

Menurut argumen ini, kebijakan dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen *investor* tertentu. Sebagai contoh, kelompok *investor* dengan tingkat pajak yang tinggi akan menghindari dividen, karena dividen mempunyai tingkat pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Sebaliknya, kelompok *investor* dengan pajak yang rendah akan menyukai dividen. Contoh lain, kelompok *investor* usia muda barangkali akan lebih memilih *capital gain* (pajak rendah), karena mereka mempunyai orientasi jangka panjang.

Sebaliknya *investor* usia lanjut (misal, mendekati pensiun) akan lebih menyukai dividen, karena dividen memberikan tingkat kepastian yang lebih tinggi. Kebijakan dividen tertentu akan menarik segmen tertentu. Kemudian tugas perusahaan (manajer keuangan) adalah melayani segmen tersebut. Kebijakan dividen yang berubah-ubah akan mengacaukan efek klien tersebut, menyebabkan harga saham berubah. Di negara tertentu, seperti di Amerika Serikat, pajak untuk *capital gain* lebih rendah dibandingkan dengan pajak untuk dividen (28% versus 31%).

c. Biaya agensi (*agency cost*)

Kebijakan dividen juga sering dihubungkan dengan (biaya agensi) *agency cost*. Menurut Weston dan Copeland (1992:659) pembayaran dividen adalah sebagai alat pengawasan kinerja manajemen (*monitoring*), meskipun pembagian dividen yang tinggi menyebabkan pendanaan eksternal atau utang yang memerlukan banyak biaya, faktanya bahwa perusahaan pada pasar modal akan diteliti oleh banyak pihak. Sebagai contoh bank akan meminta analisis kelayakan kredit perusahaan dan badan pengawas pasar modal akan meminta prospektus untuk penerbitan saham baru. Jadi pihak-pihak tersebut membantu untuk memonitor manajer dalam melakukan kepentingan pemegang saham dan mencegah manajer untuk berperilaku oportunistik.

2.1.7.5. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Ada sejumlah pertimbangan saat perusahaan ingin membuat satu kebijakan dividen. Pertimbangan-pertimbangan tambahan ini harus berhubungan dengan konsep teori pembayaran dividen dan penilaian perusahaan. Menurut Brigham dan

Weston (2001:216) ada beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan oleh perusahaan dalam memutuskan kebijakan dividen yang dapat dikelompokkan menjadi empat kategori besar: (1) kendala atas pembagian dividen, (2) peluang investasi, (3) ketersediaan dan biaya dari sumber modal alternatif, dan (4) pengaruh kebijakan dividen terhadap k_s (*return* saham), adapun penjelasannya sebagai berikut:

1. Kendala-kendala atas pembagian dividen

a. Perjanjian kredit atau surat pengakuan utang (*bond indentures*)

Perjanjian kredit biasanya membatasi pembagian dividen dari laba yang dihasilkan sebelum pinjaman dilunasi. Disamping itu, perjanjian kredit seringkali mensyaratkan bahwa tidak ada dividen yang dapat dibagikan kecuali kalau rasio lancar, rasio kemampuan membayar bunga (*time-interest earned ratio*), dan rasio-rasio pengaman lainnya yang melebihi batas minimum yang ditetapkan.

b. Ketidacukupan laba (*impairment of capital rule*)

Pembagian dividen tidak boleh melebihi “laba yang ditahan” pada pos neraca. Pembatasan ini dirancang untuk melindungi kreditor.

Tanpa peraturan tersebut, suatu perusahaan yang tengah dilandasi masalah mungkin mendistribusikan sebagian besar aktivasnya kepada pemegang saham dan membiarkan para pemberi pinjaman (kreditor) mengatasi sendiri persoalannya.

c. Ketersediaan kas

Dividen tunai dapat dibagikan hanya dengan tersedianya uang tunai.

Jadi, kekurangan uang tunai di bank dapat membatasi pembagian

dividen. Akan tetapi, hal itu bisa diatasi bila perusahaan dapat memperoleh pinjaman.

d. Denda pajak atas penimbunan laba yang tidak wajar

Guna mencegah agar orang-orang kaya tidak menggunakan perusahaan untuk menghindari pajak pribadi, peraturan pajak membuat ketentuan khusus mengenai penimbunan penghasilan yang tidak wajar. Jadi apabila petugas pajak dapat menunjukkan bahwa rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) perusahaan sengaja dibuat rendah untuk menolong para pemegang sahamnya menghindarkan pajak pribadi, perusahaan itu akan dikenakan denda yang berat.

2. Peluang investasi

Meningkatnya kesempatan investasi perusahaan membuat rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) harus menurun. Dapat disimpulkan bahwa ada hubungan yang terbalik antara jumlah investasi dengan tingkat pengembalian yang diharapkan yang melebihi biaya modal dan dividen yang diberikan kepada *investor*.

3. Sumber-sumber modal lainnya

a. Biaya atas penjualan saham baru

Jika biaya emisi (termasuk setiap pengaruh negatif yang timbul akibat penawaran saham) tinggi maka perusahaan itu lebih baik menetapkan rasio pembagian dividen yang rendah serta melakukan pembiayaan melalui penahanan laba, bukan melalui penjualan tambahan saham biasa. Di pihak lain, rasio pembagian dividen yang tinggi lebih mungkin dilakukan bagi

perusahaan yang biaya emisinya rendah karena ekuitas dapat ditingkatkan baik dengan menahan laba ataupun dengan menjual saham baru sehingga memungkinkan kebijakan dividen yang fleksibel.

b. Kemampuan untuk mensubstitusi ekuitas dengan utang

Jika perusahaan dapat menyesuaikan rasio utangnya tanpa menaikkan biaya secara mencolok, perusahaan itu dapat mempertahankan dividen tunai yang konstan, sekalipun labanya berfluktuasi.

c. Pengendalian

Apabila manajemen merisaukan tentang bagaimana mempertahankan pengendalian, manajemen mungkin enggan untuk menjual saham baru, dan karenanya perusahaan mungkin akan menahan lebih banyak laba daripada yang seharusnya. Akan tetapi, jika pemegang saham menginginkan dividen yang lebih tinggi dan terdapat tekanan sejumlah pemegang saham untuk mengambil alih kuasa atas perusahaan, maka dividen akan bertambah.

4. Pengaruh kebijakan dividen terhadap k_s (tingkat pengembalian yang diperlukan atas saham biasa (*required rate of return*))

Pengaruh kebijakan dividen terhadap k_s (*return saham*) dapat ditinjau dari tiga faktor yaitu:

a. Keinginan pemegang saham akan penghasilan sekarang ini dibanding penghasilan yang akan datang

b. Tingkat risiko dividen dibandingkan kenaikan nilai modal (*capital gain*)

c. Informasi atau pertanda yang terkandung pada dividen

2.1.7.6. Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

Dividend payout ratio merupakan persentase dari besar kecilnya laba yang diperoleh dan dibagikan dalam bentuk dividen kas (Mollah dkk, 2000).

Pembagian dividen kas akan memberikan sinyal positif terhadap para *investor* untuk prospek suatu saham. Hal ini dikarenakan pembayaran dividen kas mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan.

Sehingga penurunan *dividend payout ratio* ditanggapi negatif oleh para *investor* karena menggambarkan penurunan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas.

Rozeff (1982) sebagaimana telah dikutip oleh Dewi dan Jogiyanto (2003) menjelaskan bahwa *dividend payout* berhubungan dengan *agency cost*.

Disimpulkan bahwa dengan mengoptimalkan pembayaran dividen kas akan meminimalisasi jumlah biaya agensi dan transaksi *external financing*. Easterbrook (1984) sebagaimana dikutip oleh Putu Anom dan Jogiyanto (2002:638) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer sehingga akan berdampak pada berkurangnya kekuasaan manajer.

Pembagian dividen kas akan meningkatkan *return* selain dari *capital gain* bagi pemegang saham. Pembagian dividen kas juga membuat adanya kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* akibat adanya kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* akibat adanya tindakan *perquisites* (Putu Anom dan Jogiyanto, 2002:636). Crutchley dan Hansen (1989)

dalam Putu Anom dan Jogiyanto (2002:636) menyatakan bahwa dengan

menurunnya biaya monitoring dengan anggapan bahwa kebijakan manajemen sesuai dengan *principal* dapat meningkatkan *perquisites*.

Selain adanya tindakan untuk mengurangi tindakan *perquisites*, pembagian dividen kas dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan *free cash flow* sehingga dapat mengurangi biaya keagenan yang muncul (Megginson, 1997:377 dalam Putu Anom, 2003:291). Tindakan ini dilakukan dengan cara yaitu menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi dana yang tidak menguntungkan. Peningkatan dividen kas akan memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal.

Meningkatnya pembayaran dividen kas akan memuaskan sebagian pemegang saham yang lebih menyukai dividen. Hal ini dikarenakan pemegang saham tersebut lebih menyukai adanya kepastian *return* dan dapat mengantisipasi risiko ketidakpastian *perusahaan* (*bird in the hand theory*) (Fitri dan M. Hanafi, 2003:265).

Dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa dividen kas merupakan *return* utama bagi pemegang saham. Hal ini dikarenakan dividen kas memiliki kepastian pendapatan dan memiliki risiko yang lebih kecil daripada *capital gain*.

Meningkatnya pembayaran dividen kas akan memuaskan pemegang saham dan memberikan tanda yang baik bagi *investor* untuk berinvestasi di suatu perusahaan.

Di lain pihak pembagian dividen kas dapat juga mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan manajer, sehingga dengan ini dapat merendam sikap *perquisites* manajemen. Meredamnya sikap *perquisites* manajemen akan dapat mengurangi *agency cost of equity* di dalam perusahaan.

2.1.8. Nilai Perusahaan (Tobins' Q)

Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan setiap pemilik perusahaan selaku pemegang saham karena dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemilik perusahaan juga tinggi. Jensen (2001) dalam Edi dan Mas'ud (2003:214) menjelaskan bahwa untuk memaksimumkan nilai perusahaan dalam jangka panjang (tidak hanya ekuitas, tetapi juga semua klaim keuangan seperti utang, waran dan saham preferen) manajer dituntut untuk membuat keputusan yang memperhitungkan kepentingan semua *stockholder*, sehingga manajer akan dinilai kinerjanya berdasarkan kemampuannya mencapai tujuan atau mampu mengimplementasikan strategi untuk mencapai tujuan ini. Wernerfield, et al (1988) dalam Edi dan Mas'ud (2003:214) menyimpulkan bahwa Tobins' Q dapat digunakan sebagai alat ukur dalam menentukan kinerja manajemen.

Tobins' Q ratio atau rasio-q didefinisikan sebagai nilai pasar surat berharga dibagi dengan biaya penggantian (*replacemant cost*) aktiva (Weston dan Copeland, 1995). Rasio-q ini dikembangkan oleh Profesor James Tobin, yang menggunakannya dalam analisis makro-ekonomi sebagai prediktor aktivitas investasi di masa depan. Rasio-q ini merupakan konsep yang berharga karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi inkremental. Jika rasio-q diatas satu, ini menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi. Hal ini harus merangsang investasi baru. Jika rasio-q dibawah satu, investasi dalam aktiva tidaklah menarik. Jadi rasio-q merupakan ukuran yang lebih teliti tentang seberapa efektifnya manajemen memanfaatkan sumber-sumber daya ekonomis dalam kekuasaannya.

2.1.9. Variabel Kontrol

2.1.9.1. Ukuran Perusahaan

Besar kecilnya perusahaan sangat berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar telah terdiversifikasi, lebih mudah memasuki pasar, menerima penilaian kredit yang lebih tinggi untuk utang-utang yang diterbitkan dan membayar tingkat bunga yang lebih rendah pada utangnya. Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank juga lebih tinggi. Made (2004) menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan aktivitas pada perusahaan besar cenderung mudah memperoleh tambahan dana dari pihak peminjam sehingga manajemen bisa melakukan kesempatan investasi yang memberikan keuntungan yang lebih tinggi sehingga bisa menaikkan kepercayaan investor pada masa depan perusahaan yang akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan yang akan tercermin pada harga sahamnya.

2.1.9.2. Pertumbuhan Perusahaan

Analisa pertumbuhan perusahaan dilakukan untuk mengukur kemampuan perusahaan mempertahankan posisinya, baik di dalam industrinya maupun dalam kegiatan ekonomi secara keseluruhan. Sehubungan dengan hal ini Made (2004) menemukan bukti bahwa pertumbuhan berhubungan positif tidak signifikan dengan struktur modal dan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan penjualan pada perusahaan akan menghasilkan tingkat laba yang tinggi. Tingginya penjualan salah satunya disebabkan karena adanya loyalitas pelanggan yang tinggi terhadap

kualitas produk yang dihasilkan. Sehingga dengan adanya peningkatan pertumbuhan penjualan akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan dengan melihat nilai perusahaan yang semakin tinggi.

2.1.9.3. Struktur Aktiva

Besarnya jumlah aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan akan menyebabkan peluang untuk berinvestasi pada kegiatan yang lebih menguntungkan semakin kecil dimana Fitri dan M. Hanafi (2003) dan Made (2004) menemukan bukti bahwa struktur aktiva mempunyai hubungan tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

2.1.9.4. Risiko

Risiko merupakan indikator ketidakstabilan *return* yang diterima oleh pemegang saham. Dewan komisaris dan manajer dipandang sebagai pihak internal yang memiliki informasi mengenai kinerja dan risiko perusahaan. Chen dan Steiner (1999) menunjukkan bahwa pada kondisi risiko tinggi manajer memilih proyek berisiko tinggi dengan tujuan mendapat *return* tinggi.

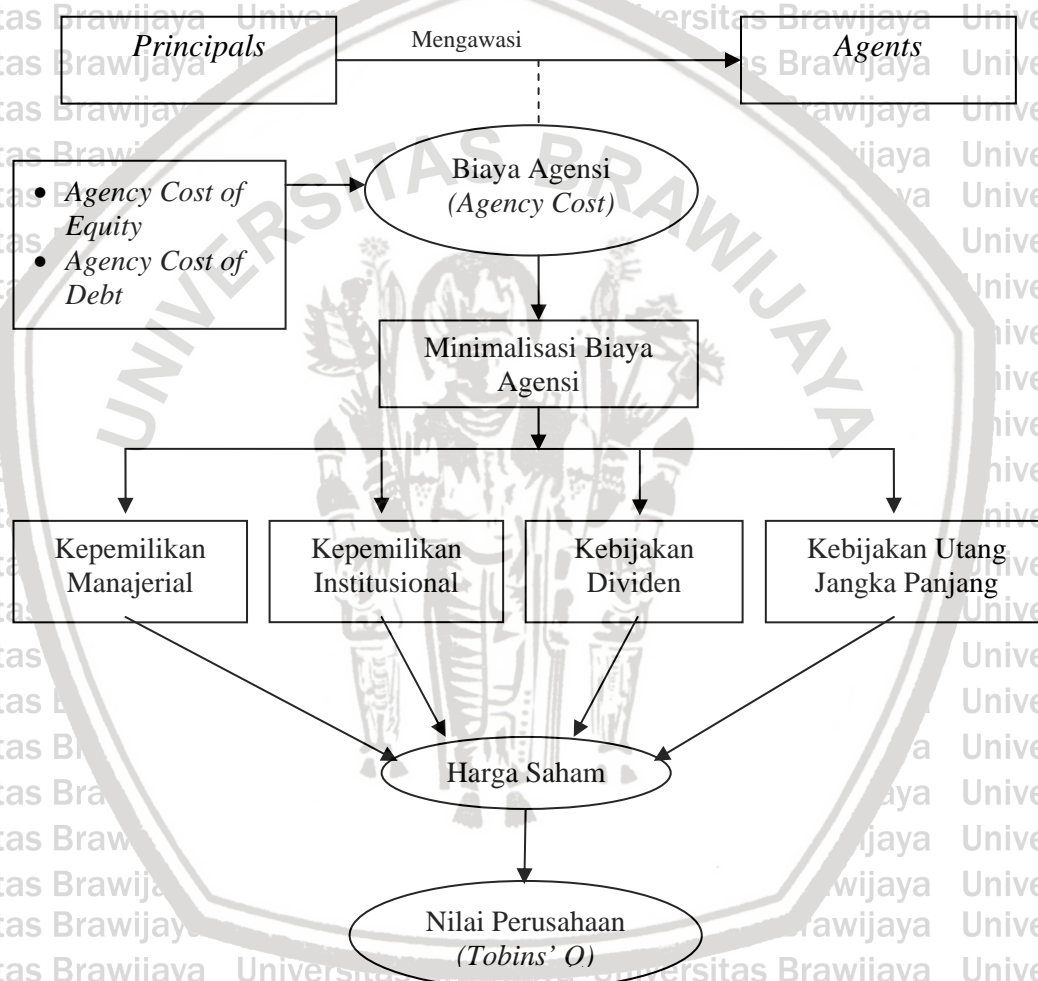
2.1.9.5. Return On Asset

Return On Asset (ROA) sebagai ukuran profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menciptakan laba per unit *asset*. Sesuai dengan *Pecking Order Theory* bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin besar pula tersedianya dana internal untuk investasi, sehingga penggunaan utang akan lebih kecil dan risiko kebangkrutan menurun. Pada kondisi tertentu kebijakan perusahaan berubah sehingga peningkatan profitabilitas diikuti dengan peningkatan pembayaran dividen sehingga kepercayaan investor terhadap masa depan perusahaan meningkat.

2.2. Kerangka Pikir Konseptual

Sesuai dengan teori dan berdasarkan hasil penelitian-penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian dapat dijelaskan dalam gambar berikut ini.

Gambar 2.1
Kerangka Pikir Penelitian



2.3. Pengembangan Hipotesis

2.2.1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Yenmark (1996) dan Mehran (1995) dalam Edi dan Mas'ud (2003:215) menemukan bahwa nilai perusahaan akan lebih tinggi ketika direktur memiliki bagian saham yang lebih besar. Furst dan Kang (2000) dalam Untung dan Hartini (2006) menemukan hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan. Untung dan Hartini (2006) juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial secara langsung dan atau melalui keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri. Dari penjelasan diatas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.2.2. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Keberadaan *investor* institusi ini dipandang mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi perusahaan sehingga dapat dikatakan kegiatan *investor* ini mampu meningkatkan harga saham yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Crutchley et.al. (1999) dan Slovin dan Sushka (1993) yang dikutip dari Made (2004). Namun kepemilikan institusional tidak selalu meningkatkan nilai perusahaan, kepemilikan institusi dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat kepentingan institusi sejalan dengan kepentingan manajer (Slovin dan Sushka,

1993 yang dikutip oleh Made (2004). Dari penjelasan diatas dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₂ : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.2.3. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Gordon (1962) dalam Brigham dan Weston (2001:199) dengan *bird hand theory*-nya yang mengatakan bahwa sesungguhnya *investor* jauh lebih menghargai uang yang diharapkan dari dividen daripada uang yang diharapkan dari kenaikan nilai modal karena komponen hasil dividen, D_1/P_0 , risikonya lebih kecil daripada komponen g dalam persamaan total laba yang diharapkan, $\hat{k}_s = D_1/P_0 + g$.

Namun penelitian yang dilakukan oleh Untung dan Hartini (2006) menemukan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan dimana hal ini sejalan dengan teori kebijakan dividen tidak relevan yang berarti bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan maupun biaya modal. Dari penjelasan diatas dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₃ : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.2.4. Pengaruh Kebijakan Utang Jangka Panjang Terhadap Nilai Perusahaan

Pendapat Modigliani and Miller pada tahun 1958, bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Jensen (1986) dalam Euis Soliha dan Taswan (2002) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian

menghindari investasi yang sia-sia, dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penurunan hutang akan menurunkan harga saham (Masulis, 1988). Dari penelitian diatas dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H₄ : Kebijakan Utang Jangka Panjang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan



BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Jenis Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian kausal komparatif (*Causal-Comparative Research*) yang merupakan tipe penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih (Indriantoro dan Supomo, 2002:27).

3.2. Populasi dan Penarikan Sampel

Populasi yang akan diamati adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ yang melaporkan laporan keuangan dengan lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Pemilihan perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia sebagai obyek penelitian karena: (1) data laporan keuangan perusahaan *go public* telah tersedia sehingga mudah mengaksesnya dan data tersebut telah diaudit akuntan publik, (2) perusahaan manufaktur dalam masalah keuangan lebih kompleks baik dari segi intern maupun ekstern, terutama dari segi bahan baku produk yang sebagian besar merupakan bahan impor yang rentan terhadap perubahan ekonomi. Sedangkan pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive random sampling* yaitu pemilihan sampel dengan mendasarkan pada kriteria tertentu (Cooper & Emory, 1990:125). Pada penelitian ini juga digunakan metode *pooling data* dalam pemilihan sampel untuk mengantisipasi keterbatasan jumlah sampel.

Adapun kriteria sampel yang digunakan adalah sebagai berikut (dapat dilihat pada tabel 3.1):

1. Perusahaan harus sudah terdaftar di BEJ minimal 1 tahun sebelum periode pengamatan dan tidak terkena kriteria *delisting* selama periode pengamatan.

2. Perusahaan harus memiliki laporan keuangan tahunan yang sudah diaudit (*audited financial statement*) dan lengkap serta tidak memperoleh opini *disclaimer*.
3. Perusahaan memiliki laporan keuangan tahunan yang berakhir pada tanggal 31 desember dimana hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel
4. Perusahaan tidak mempunyai saldo ekuitas negatif dan laba bersih negatif karena saldo ekuitas dan laba yang negatif menjadi tidak bermakna ketika digunakan sebagai penyebut dalam perhitungan rasio keuangan
5. Perusahaan mengeluarkan dividen kas minimal 2 kali selama periode pengamatan penelitian.

Tabel 3.1
Kriteria Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	2002	2003	2004
Perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta (BEJ)	155	153	147
Perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta (BEJ) kurang dari 1 tahun sebelum periode penelitian	(2)	(2)	(2)
Laporan keuangan perusahaan tidak diaudit oleh akuntan publik	(0)	(3)	(2)
Laporan keuangan perusahaan yang tidak berakhir per 31 Desember	(2)	(2)	(3)
Laporan keuangan perusahaan yang memiliki saldo ekuitas dan laba bersih negatif	(25)	(17)	(17)
Perusahaan yang tidak mengeluarkan dividen kas minimal dalam 2 periode penelitian	(87)	(90)	(84)
Jumlah sampel	39	39	39

Sumber: Data yang diolah (2007)

Berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2002, 2003 dan 2004, perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ adalah 155, 153 dan 147 perusahaan, dengan demikian populasi penelitian ini berjumlah 455 perusahaan.

Selanjutnya dari populasi penelitian, diambil perusahaan-perusahaan yang memiliki kriteria sebagai sampel. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* diperoleh sampel sebanyak 39 perusahaan. Selanjutnya diambil data tahunan sebanyak 3 tahun yaitu mulai tahun 2002 sampai dengan tahun 2004. Dengan demikian diperoleh *pooling* data sebanyak $39 \times 3 = 117$.

3.3. Rentang Waktu Data Penelitian

Data laporan keuangan perusahaan dalam penelitian ini merupakan data *time series* tahun 2002, 2003 dan 2004 dengan periode penelitian selama tiga tahun.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode penelitian data dalam penelitian ini adalah metode dokumenter. Penelitian ini menggunakan metode yang tinggal memindahkan data dari sumber atau dokumen (Indriantoro dan Supomo, 2002:86). Data perusahaan yang terdaftar di BEJ dan data laporan keuangan perusahaan tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan dari situs Bursa Efek Jakarta (<http://www.jsx.co.id>).

Sumber data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder. Data yang diperlukan dalam penelitian ini terdiri dari persentase kepemilikan manajerial (direksi dan komisaris), persentase kepemilikan institusional, total utang jangka panjang, total aktiva bersih, total aktiva tetap, total ekuitas, laba sebelum bunga dan pajak, total penjualan bersih, jumlah dividen yang dibayar, jumlah saham biasa yang beredar, dan harga penutupan saham (*closing price*).

3.5. Definisi Variabel Operasional.

3.5.1. Variabel Bebas (*Independent Variable*)

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan Manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan utang jangka panjang.

Adapun pengukurannya adalah sebagai berikut:

a) Variabel kepemilikan manajerial

Variabel ini diberi simbol IO. Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak-pihak yang ikut secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan.

Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh *insider*

(Lampiran 1) (Chen dan Steiner, 1999) :

$$IO = \frac{\text{Total Saham Manajer}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

b) Variabel Kepemilikan Institusional

Variabel ini menggunakan simbol INST. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar dari *investor* institusional dalam perusahaan. Pengukuran variabel ini dirumuskan sebagai berikut

(Lampiran 1) (Chen dan Steiner, 1999) :

$$INST = \frac{\text{Total Saham Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

c) Variabel kebijakan dividen (*dividend policy*)

Variabel ini diberi simbol DIV. Kebijakan dividen sebagai salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* (Rozeff, 1982). Variabel ini diperoleh dari rasio

pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yang dapat dilihat dari ICMD (Wahidahwati, 2001):

$$\text{DIV} = \frac{\text{Jumlah Dividen yang Dibayar}}{\text{Jumlah laba bersih}}$$

d). Variabel kebijakan utang jangka panjang (*debt policy*)

Variabel ini diberi simbol DEBT. Kebijakan utang diukur dengan membagi utang jangka panjang dengan jumlah utang jangka panjang ditambah total ekuitas (Wahidahwati, 2002):

$$\text{DEBT} = \frac{\text{Total Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Utang Jangka Panjang} + \text{Total Ekuitas}}$$

3.5.2 Variabel Kontrol (*Control Variable*)

Variabel kontrol adalah variabel pembaur yang dapat dikendalikan pada saat riset desain. Variabel kontrol ini digunakan dalam penelitian untuk menghindari adanya *autokorelasi* dan *heterokedastisitas* pada hasil penelitian. Pengendalian ini biasanya dilakukan dengan cara eksklusi (mengeluarkan objek yang tidak memenuhi kriteria) dan inklusi (menjadikan objek yang memenuhi kriteria untuk diikuti dalam sampel penelitian) atau dengan *blocking*, yaitu mengelompokkan objek penelitian menjadi kelompok-kelompok yang relatif homogen. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini antara lain, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, risiko, dan ROA (*Return On Asset*).

a). Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan menggunakan simbol SIZE. Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya perusahaan yang tercermin dalam total aktiva perusahaan pada neraca

diakhir tahun yang diukur dengan Ln total aktiva. Pengukuran ini sesuai yang digunakan oleh Friend dan Lang (1988) dan Chen dan Steiner (1999). Pengukurannya dengan menggunakan :

$$\text{SIZE} = \text{Ln (Total Aktiva Perusahaan)}$$

b) Pertumbuhan perusahaan

Variabel ini menggunakan simbol GROWTH. Pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini adalah kemampuan perusahaan mengembangkan usahanya selama satu tahun yang tercermin dalam perkembangan total aktiva perusahaan dalam neraca akhir tahun. Variabel ini dinyatakan dalam persentase perubahan aktiva pada neraca akhir tahun. Pengukuran ini sesuai dengan pengukuran dalam penelitian Titman dan Wessels (1988) dan Arisanti (2003):

$$\text{GROWTH} = \frac{(\text{Total Penjualan Bersih Tahun } t) - (\text{Total Penjualan Bersih Tahun } t-1)}{\text{Total Penjualan Bersih Tahun } t-1}$$

c) Struktur aktiva

Variabel ini menggunakan simbol FIXED. Semakin besar aktiva tetap yang dimiliki perusahaan maka semakin besar yang dijadikan jaminan untuk memperoleh utang (Chen dan Steiner, 1999). Ali et. al (1993) menemukan adanya hubungan yang positif antara struktur aktiva dengan rasio pembayaran dividen. Pengukuran ini mengacu pada penelitian Fitri dan Mamduh (2003) ;

$$\text{FIXED} = \frac{\text{Total Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

d) Risiko

Variabel ini menggunakan simbol RISK. Variabel ini digunakan sebagai proksi untuk mengukur risiko bisnis dan potensi kebangkrutan. Risiko ini diukur dari standar

deviasi dari return saham biasa secara bulanan selama satu tahun. Secara matematis variabel ini diformulasikan sebagai berikut (Bathala, 1994) :

$$\text{RISK}_{it} = \frac{\text{STD (Return)}}{\text{Dimana}}$$

$$\text{Return}_{it} = \frac{P_{it} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan: P_{it} = *Closing Price* bulanan
 $P_{i,t-1}$ = *Closing Price* bulan sebelumnya
 STD = Standar Deviasi *return* saham bulanan

e) *Return On Asset (ROA)*

Menunjukkan ukuran tingkat pengembalian perusahaan. Variabel ROA dinyatakan sebagai perbandingan laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aktiva. Variabel ini diperoleh dari ICMD pada *bagian summary financial statement*. Secara sistematis diformulasikan sebagai berikut (Bathala et al, 1994) :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Sebelum Bunga dan Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

3.5.3 Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan dihitung dengan menggunakan rasio tobins' Q. Tobins' Q (variabel ini diberi simbol FV) merupakan proksi dari rasio nilai pasar ekuitas (*equity market value*=EMV) dan total utang (D) dengan nilai buku ekuitas (*equity book value*=EBV) dan total utang (D) yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{FV} = \frac{\text{EMV} + \text{D}}{\text{EBV} + \text{D}}$$

dimana nilai pasar ekuitas (EMV) diperoleh dari jumlah saham yang beredar pada akhir tahun dikalikan dengan harga penutupan saham pada akhir *tahun (closing price)* dan nilai

buku ekuitas (EBV) merupakan selisih antara sisi kiri (*assets*) dengan sisi kanan (*liabilities*).

3.6. Metode Analisis Data

Teknik yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik analisis regresi linier berganda. Analisis regresi linier berganda digunakan untuk meneliti pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Model tersebut dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + \varepsilon$$

Dimana :

Y = Nilai Perusahaan

α = Intercept (konstanta)

β = Koefisien Regresi

X_1 = Kepemilikan Manajerial

X_2 = Kepemilikan Institusional

X_3 = Kebijakan Dividen

X_4 = Kebijakan Utang Jangka Panjang

X_5 = Ukuran Perusahaan

X_6 = Pertumbuhan Perusahaan

X_7 = Struktur Aktiva

X_8 = Risiko

X_9 = ROA

ε = Error

3.7. Uji Statistik

Uji statistik dalam penelitian ini meliputi analisis korelasi, analisis regresi dan uji asumsi klasik.

3.7.1. Analisis korelasi

Analisis korelasi digunakan untuk mengetahui derajat hubungan linier antara satu variabel dengan variabel lainnya. Analisis korelasi digunakan dalam hubungannya dengan analisis regresi untuk mengukur ketepatan garis regresi dalam menjelaskan variasi nilai variabel dependen. Analisis korelasi yang dilakukan meliputi:

1. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui apakah ada hubungan pengaruh antara dua variabel. Nilai koefisien determinasi menunjukkan persentase variasi nilai variabel dependen (Y) yang dapat dijelaskan oleh persamaan regresi yang dihasilkan.

Nilai R^2 antara 0 dan 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$) dimana semakin kecil angka R^2 maka semakin lemah hubungan kedua variabel.

2. Koefisien Korelasi (r)

Koefisien korelasi merupakan ukuran mengenai derajat (keeratan) hubungan antara dua variabel dan dapat digunakan untuk mengetahui arah hubungan antara dua variabel adalah nol sampai dengan ± 1 . Apabila dua buah variabel mempunyai nilai $r = \pm 1$ maka dua buah variabel tersebut mempunyai hubungan yang sempurna. Tanda (+ dan -) yang terdapat pada koefisien korelasi menunjukkan arah hubungan antara dua variabel tersebut. Tanda minus (-) pada nilai r menunjukkan hubungan yang berlawanan arah artinya apabila nilai variabel yang satu naik maka nilai variabel yang lain turun. Tanda plus (+) pada nilai r menunjukkan hubungan yang searah artinya apabila nilai variabel yang satu naik maka nilai variabel yang lain juga naik.

3.7.2. Analisis Regresi

Dari hasil koefisien regresi akan diketahui ada tidaknya pengaruh dari variabel independent, baik secara terpisah maupun secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Keputusan untuk mendukung atau menolak hipotesis dibuat atas dasar nilai pemerkiraan dari hasil observasi sample, dibandingkan dengan nilai table pada derajat bebas tertentu. Analisis regresi yang dilakukan meliputi:

1. Uji regresi keseluruhan

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independent mempunyai pengaruh yang sama terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji distribusi F dengan membandingkan antar nilai F_{tabel} dengan nilai F_{hitung} . Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan perbandingan antara nilai F_{tabel} dengan F_{hitung} sesuai dengan tingkat signifikansi $\alpha \leq 0,05$ yang digunakan.

Ketentuannya adalah sebagai berikut:

- $F_{hitung} < F_{tabel}$, maka H_0 tidak ditolak dan H_A tidak didukung
- $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_A didukung

2. Uji regresi parsial

Uji regresi secara parsial digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independent terhadap variabel dependen dengan melihat signifikansi dari nilai t (t-value). Pengujian ini juga dilakukan untuk melihat keberartian dari masing-masing variabel independent secara terpisah terhadap variabel dependen dengan ketentuan, $H_{:j} = 0$, berarti tidak ada pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen. Bila $H_{:j} \neq 0$, berarti ada pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen. Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan perbandingan antara nilai

t_{hitung} dengan t_{tabel} dengan tingkat signifikansi $\alpha \leq 0,05$. Ketentuannya adalah sebagai berikut:

- $t_{hitung} < t_{tabel}$, maka H_0 tidak ditolak dan H_A tidak didukung
- $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_A didukung

3.7.3. Uji Asumsi Klasik

Model regresi berganda dengan pendekatan Ordinary Least Square (OLS) dapat dijadikan alat estimasi yang baik dan tidak bias bila telah memenuhi persyaratan Best Linier Unbiased Estimation (BLUE). Oleh karena itu, pelaksanaan analisis data harus memenuhi asumsi klasik. Dalam penelitian ini digunakan empat buah pengujian asumsi klasik.

1. Uji Normalitas

Distribusi normal merupakan distribusi teoritis dari variabel random yang kontinu (Dajan, 1986). Kurva yang menggambarkan distribusi normal adalah kurva normal yang berbentuk simetris. Untuk menguji apakah sample penelitian merupakan jenis distribusi normal maka digunakan pengujian Kolmogorov-Smirnov Goodness of Fit Test terhadap masing-masing variabel. Hipotesis dalam pengujian ini adalah:

- $H_0 : F_{(x)} = F_{0(x)}$, dengan $F_{(x)}$ adalah fungsi distribusi populasi yang diwakili oleh sampel, dan $F_{0(x)}$ adalah fungsi distribusi suatu populasi berdistribusi normal.
- $H_1 : F_{(x)} \neq F_{0(x)}$ atau distribusi tidak normal

Pengambilan keputusan dilakukan sebagai berikut (Santoso, 2001: 392-393) :

1. Jika probabilitas $> 0,05$, maka H_0 diterima
2. Jika probabilitas $< 0,05$, maka H_0 ditolak

2. Uji Multikolinieritas

Menurut Algifari (1997, 74-75) multikolinieritas berarti antar variabel independent yang terdapat dalam model memiliki hubungan yang sempurna atau mendekati sempurna (koefisien korelasinya tinggi bahkan 1). Metode yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinieritas maka dalam penelitian ini menggunakan *Tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factor* (VIF) (Aliman, 2000:57). *Rule of thumb* yang digunakan sebagai pedoman jika VIF dari suatu variabel melebihi 10 atau TOL melebihi 1 dimana hal ini terjadi ketika nilai R^2 melebihi 0,90 maka suatu variabel dikatakan berkorelasi sangat tinggi. Besarnya VIF dirumuskan sebagai berikut (Santoso, 2001:368):

$$VIF = \frac{1}{1 - R_{xt}^2} \quad \text{atau} \quad VIF = \frac{1}{Tolerance}$$

3. Uji Autokorelasi

Istilah autokorelasi dapat didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti data time series) atau ruang (seperti dalam data cross section). Dalam konteks regresi, model regresi linier klasik mengasumsikan bahwa autokorelasi seperti itu tidak terdapat dalam disturbance atau gangguan u_i . Secara matematis hal tersebut dapat dituliskan sebagai berikut:

$$E(u_i u_j) = 0, \text{ dimana } i \neq j$$

Untuk dapat mendeteksi adanya autokorelasi dalam situasi tertentu, ada beberapa pengujian, antara lain adalah metode grafik dan percobaan Durbin-Watson.

Pengujian metode Durbin-Watson adalah sebagai berikut (Gujarati, 1997:217-218):

a) Lakukan regresi OLS dan dapatkan residual e_i

b) Hitung d dengan formula berikut:

$$d = \frac{\sum_{t=2}^{t=N} (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^{t=N} e_t^2}$$

c) Untuk ukuran sampel tertentu dan banyaknya yang menjelaskan tertentu, dapatkan nilai kritis dl dan du

d) Jika hipotesis nol (H_0) adalah tidak ada korelasi serial positif, maka jika :

$d < dl$: menolak H_0

$d > du$: tidak menolak H_0

$dl \leq d \leq 4 - du$: pengujian tidak meyakinkan

e) Jika hipotesis nol (H_0) adalah tidak ada korelasi serial negatif, maka jika :

$d > 4 - dl$: menolak H_0

$d < 4 - dl$: tidak menolak H_0

$4 - du \leq d \leq 4 - dl$: pengujian tidak meyakinkan

f) Jika H_0 adalah dua ujung, yaitu bahwa tidak ada serial autokorelasi baik positif ataupun negatif, maka jika :

$d < dl$: menolak H_0

$d > 4 - dl$: menolak H_0

$du < d < 4 - du$: tidak menolak H_0

$dl \leq d \leq du$: pengujian tidak meyakinkan

$4 - du \leq d \leq 4 - dl$: pengujian tidak meyakinkan

4. Uji Heterokedastisitas

Suatu asumsi pokok dari model regresi linier klasik adalah bahwa gangguan (disturbance) yang muncul dalam regresi adalah homokedastisitas, yaitu semua gangguan tadi mempunyai varian yang sama. Secara sistematis asumsi ini dapat dituliskan sebagai berikut:

$$E(u_i^2) = \sigma^2 \text{ dimana } i = 1, 2, 3, \dots$$

Adapun metode yang akan dibahas disini yaitu metode glejser (gujarati, 1997:187).

Uji glejser ini dilakukan dengan cara meregresikan nilai absolut residual yang diperoleh, yaitu e_i atas variabel X_i . Model yang dipakai dalam penelitian ini adalah :

$$|e_i| = \alpha_1 + \alpha_2 \sqrt{X_i} + V_i$$

Ada atau tidak adanya heterokedastisitas ditentukan oleh nilai α_1 dan α_2 .

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta (BEJ)

4.1.1. Era sebelum 1976

Kegiatan jual beli saham dan obligasi di Indonesia sebenarnya telah dimulai pada abad ke-19, yaitu dengan berdirinya cabang bursa efek *Vereniging Voor de Effectenhandel* di Batavia pada tanggal 14 desember 1912. Kegiatan utama bursa pada saat itu adalah memperdagangkan saham dan obligasi perusahaan-perusahaan perkebunan belanda yang beroperasi di Indonesia, obligasi pemerintah Kotapraja, dan sertifikat perusahaan-perusahaan Amerika, Kanada dan Belanda sendiri yang diterbitkan oleh kantor administrasi di Belanda, juga ditemukan obligasi dari Perancis dan Belgia.

Karena bursa efek di Batavia berkembang dengan baik, pada tanggal 11 januari 1925 dibuka pula bursa efek di Surabaya yang ditandai dengan didirikannya *Vereeniging Voor de Effectenhandel te Soerabaja*. Bursa efek ini beranggotakan enam perusahaan makelar, yaitu *Fa Dunlop & Kolf*, *Fa Bijeselman & Steup*, *Fa.A. Van Velsen*, *Fa Beaukkerk & Co.*, *Do Loonen* dan *N. Kosten*.

Setelah itu, pada tanggal 1 Agustus 1925 dibuka bursa efek di Semarang dengan anggota *Fa Dunlop & Kolf*, *Fa Bijeselman & Steup*, *Fa Monod & Co.*, dan *Fa PH Soeters & Co*. Dari semua anggota tadi hanya *Fa Dunlop & Kolf* yang berkantor pusat di Batavia.

Sejak terjadi perang dunia ke-2, pemerintah Hindia Belanda menutup ketiga bursa tersebut pada tanggal 17 mei 1940 dan mengharuskan semua efek disimpan pada bank yang telah ditunjuk.

Pasar modal di Indonesia mulai aktif kembali pada saat pemerintah Republik

Indonesia mengeluarkan obligasi pemerintah dan mendirikan bursa efek Jakarta

yaitu pada tanggal 31 Juni 1952. Keadaan ekonomi dan politik yang sedang

bergejolak pada saat itu telah menyebabkan perkembangan bursa berjangka sangat

lambat yang diindikasikan oleh rendahnya nilai nominal saham dan obligasi,

sangat tidak menarik bagi investor.

4.1.2. Pra Deregulasi (1976-1987)

Presiden melalui Keputusan Presiden (Keppres) Republik Indonesia No.52

mengaktifkan kembali pasar modal yang kemudian disusul dengan *go*-publiknya

beberapa perusahaan. Sampai dengan tahun 1983, telah tercatat 26 perusahaan

yang telah *go* publik dengan dana yang terhimpun sebesar Rp.285,5 milyar.

Aktivitas *go* publik dan kegiatan perdagangan di pasar modal pada saat itu masih

berjalan sangat lambat, walaupun pemerintah telah memberikan beberapa upaya

kemudahan antara lain berupa fasilitas perpajakan untuk merangsang kegiatan di

bursa efek. Beberapa hal berikut merupakan faktor penyebab kurang bergairahnya

aktivitas pasar modal:

1. Ketentuan laba minimal sebesar 10% dari modal sendiri sebagai syarat *go public* adalah sangat memberatkan emiten
2. *Investor* tidak diijinkan melakukan transaksi dan memiliki saham di bursa efek Jakarta
3. Belum dibukanya kesempatan bagi perusahaan untuk mencatatkan seluruh saham yang ditempatkan dan disetor perusahaan di bursa efek.

4.1.3. Era Deregulasi (1987-1990)

Pemerintah kemudian mengeluarkan beberapa paket deregulasi untuk merangsang seluruh sektor dalam perekonomian, termasuk aktifitas pasar modal.

Kebijakan tersebut antara lain:

1. Paket Desember (PAKDES) I 1987

Berisi tentang kelonggaran persyaratan bagi perusahaan yang ingin go publik. Kelonggaran-kelonggaran tersebut antara lain adalah bahwa perusahaan tidak harus mencapai laba 10% selama masa 2 tahun sebelum menawarkan sahamnya kepada publik. Kebijakan tersebut menyangkut juga penyederhanaan proses emisi saham, perluasan peranan penjamin emisi efek (*underwriter*), terbukanya pintu bagi bursa paralel yang dikelola oleh pihak swasta, serta keleluasaan bagi *investor* untuk membeli saham sampai dengan 49%.

2. Paket Oktober (PAKTO) 1988

Berisi penetapan pajak yang sama bagi bunga deposito dan dividen saham sebesar 15%. Kebijakan ini bertujuan untuk memberikan pilihan investasi yang lebih kompetitif bagi masyarakat *investor* yaitu kemampuan untuk memilih investasi dalam bentuk surat berharga, khususnya saham atau investasi dalam bentuk deposito.

3. Paket Desember (PAKDES) II 1988

Berisi antara lain izin pemerintah kepada pihak swasta untuk mendirikan bursa efek di luar Jakarta.

Paket Desember 1987 mengadakan 4 perubahan mendasar bagi kebijaksanaan pemerintah di bidang pasar modal yaitu penyederhanaan prosedur dan persyaratan

emisi efek, *investor* asing diperkenankan membeli saham-saham perusahaan yang sudah *go publik*, dan mulai diperkenalkannya saham atas unjuk. Paket ini juga memberikan kesempatan kepada perusahaan baru dan belum memperoleh laba untuk mencari modal di pasar modal melalui pendirian PT (Perseroan Terbatas), Bursa Pararel Indonesia (BPI) serta dihapuskannya pembatasan fluktuasi harga saham sebesar empat persen.

Paket oktober 1988 merupakan kebijaksanaan pemerintah yang secara tidak langsung menunjang pengembangan pasar modal. Dalam paket ini ditetapkan pengenaan pajak terhadap bunga deposito, Ketentuan Batas Maksimum Pemberian Kredit (BMPK) atau yang dikenal dengan sebutan *legal linding limit* yang membatasi pemberian kredit kepada nasabah, terutama yang masih berada dalam satu kelompok. Ini membuat perusahaan-perusahaan yang ingin mendapatkan dana lewat bank dan merasa dibatasi akhirnya mencarinya lewat pasar modal.

Melalui paket desember 1988, pemerintah memperkenalkan perusahaan yang *go publik* mencatat semua sahamnya di bursa. Dengan kata lain, sisi penawaran saham-saham yang diperdagangkan di bursa menjadi lebih banyak. Paket ini juga mengatur pengurangan hak prioritas pembelian efek di pasar perdana untuk memberi kesempatan penyebaran kepemilikan efek dan untuk lebih menghidupkan perdagangan efek.

Beberapa paket kebijaksanaan tersebut telah mampu meningkatkan aktifitas pasar modal sehingga pada akhir tahun 1990 telah tercatat 153 perusahaan publik dengan dana yang terhimpun sebesar Rp.16,29 Triliun.

4.1.4. Masa Konsolidasi (1991-Sekarang)

Satu dekade menuju pergantian millenium pasar modal Indonesia mengalami perkembangan yang sangat cepat. Kegiatan perdagangan efek di bursa efek semakin ramai. Jumlah emiten meningkat dari sebanyak 145 perusahaan pada tahun 1991 menjadi sebanyak 288 perusahaan pada bulan juli 2000 dengan jumlah saham beredar sebanyak 1.090,41 triliun saham dan kemudian pada tahun 2001 menjadi sebanyak 337 perusahaan. Indeks harga saham gabungan (IHSG) bergerak naik sehingga menembus angka 600 poin pada awal tahun 1994 dan pernah mencapai angka 712,61 poin pada bulan februari 1997. Setelah swastanisasi bursa efek pada tahun 1992, pasar modal Indonesia mengalami peningkatan kapitalisasi pasar dan jumlah transaksi sehingga pada tahun 2001 volume perdagangan saham mencapai 881.245 juta lembar, serta kapitalisasi pasar mencapai 239.259 miliar rupiah.

Pada tanggal 22 mei 1995 diterapkan sistem perdagangan di Bursa Efek Jakarta yang dikenal dengan JATS (*Jakarta Automated Trading System*) yang memungkinkan dilakukannya transaksi harian sebanyak 200.000 kali dibandingkan dengan sistem lama yang hanya mencapai 3.800 transaksi per hari.

4.2. Hasil Analisis

4.2.1. Analisis Deskriptif

Dari tabel 4.1 dapat diketahui bahwa total jumlah perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah 117 perusahaan. Jumlah persentase kepemilikan manajerial yang terbesar dari 117 sampel adalah 36.4% dengan rata-rata kepemilikan oleh *insider* (komisaris, direktur dan manajemen) adalah 1.4305

% dimana dengan standar deviasi tidak lebih dari 20% dari mean menunjukkan adanya variasi yang kecil.

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Standar Deviation
IO (X_1)	117	0.0000	36.4000	1.4305	5.5302
INST (X_2)	117	28.1700	99.9900	725030	17.3415
DIV (X_3)	117	0.0000	13.7110	0.5153	1.2872
DEBT (X_4)	117	0.0010	0.6740	0.1919	0.1878
SIZE (X_5)	117	10.4390	17.4830	13.4651	1.4944
GROWTH (X_6)	117	-0.8580	9.1520	0.1933	0.8570
FIXED (X_7)	117	0.1240	0.7580	0.3425	0.1549
RISK (X_8)	117	0.0000	2.6130	0.1583	0.2671
ROA (X_9)	117	0.0170	0.5760	0.1570	0.0993
FV (Y)	117	0.3600	8.4800	1.4227	1.2012
Valid N (listwise)	117	117			

Sumber Data: Data primer, diolah (2007)

Investor institusional rata-rata memiliki saham perusahaan sebesar 72,5030% dari keseluruhan saham perusahaan dengan standar deviasi lebih dari 20 % dari rata-rata. Hal ini menunjukkan adanya kesenjangan yang sangat besar antara pihak institusi yang memiliki jumlah saham terbanyak dengan pihak institusi yang memiliki jumlah saham yang lebih sedikit pada perusahaan.

Perusahaan sampel rata-rata memiliki tingkat ukuran sebesar 13.4651 % dengan standar deviasi 1.4944 (lebih dari 20 %) yang artinya variasinya besar. Pada tingkat pertumbuhan perusahaan, rata-rata perusahaan sampel memiliki tingkat pertumbuhan sebesar 0,1933 % dan standar deviasi 0.8570 % (lebih dari 20 %). Hal ini menggambarkan adanya kesenjangan yang cukup besar antara pertumbuhan perusahaan yang tertinggi dengan perusahaan yang memiliki pertumbuhan terendah.

Sedangkan pada variabel struktur aktiva, perusahaan sampel memiliki rata-rata sebesar 0.3425 % dengan variasi yang besar antara struktur aktiva maksimum (0.7580) dengan struktur aktiva minimum (0.1240) yang dimiliki

perusahaan sampel. Pada variabel risiko, rata-rata perusahaan sampel memiliki tingkat risiko sebesar 0.1583 % dengan variasi yang cukup besar. Rata-rata perusahaan sampel memiliki tingkat profitabilitas sebesar 0.1570 % dengan standar deviasi 0.0993 % yang menunjukkan variasi yang cukup besar pula.

Kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan sampel memiliki rata-rata sebesar 0.5153 % sedangkan kebijakan utangnya memiliki rata-rata sebesar 0.1919 %. Kebijakan dividen dan kebijakan utang yang dilakukan oleh perusahaan sampel memiliki variasi yang sangat besar dimana hal ini ditunjukkan dari nilai standar deviasinya yang lebih dari 20 %. Pada variabel nilai perusahaan ditemukan bahwa rata-rata perusahaan sampel memiliki nilai sebesar 1,4227 % dengan tingkat kesenjangan sangat besar antara perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang tertinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang terendah.

Dari penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki standar deviasi yang terbesar diantara variabel lainnya sehingga dapat dikatakan variabel kepemilikan institusional lebih bervariasi

4.2.2. Uji Asumsi Klasik

Untuk mendapatkan nilai pemeriksa yang tidak bias dan efisien (*Best Linear Unbias Estimator* (BLUE) dari satu persamaan regresi berganda dengan metode kuadrat terkecil (*Ordinary Least Squares*) perlu dilakukan pengujian untuk mengetahui model regresi yang dihasilkan memenuhi persyaratan asumsi klasik.

Persyaratan asumsi klasik yang harus dipenuhi adalah:

1. Berdistribusi Normal. Distribusi normal merupakan distribusi teoritis dari variabel random yang kontinyu (Dajan, 1986). Kurva yang

menggambarkan distribusi normal adalah kurva normal yang berbentuk simetris. Untuk menguji apakah sampel penelitian merupakan jenis distribusi normal maka digunakan pengujian *Kolmogorof smirnov tets* terhadap residualnya

2. *Homoskedastisitas*. Artinya, varians variabel independen adalah konstan (sama) untuk setiap nilai tertentu variabel independen.
3. *Non-autokorelasi*. Artinya, bahwa kesalahan atau gangguan yang masuk ke dalam fungsi regresi populasi adalah random atau tak berkorelasi.
4. *Non-multikolinearitas*. Artinya, antara variabel independen yang satu dengan variabel yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna.

Hasil dari uji asumsi klasik terhadap data empiris adalah sebagai berikut:

1) **Berdistribusi Normal**

Distribusi normal merupakan distribusi teoritis dari variabel random yang kontinyu (Dajan, 1986:172). Kurva yang menggambarkan distribusi normal adalah kurva normal yang berbentuk simetris. Untuk menguji apakah sampel penelitian merupakan jenis distribusi normal maka digunakan pengujian *Kolmogorov-Smirnov Goodness of Fit Test* terhadap masing-masing variabel.

Untuk menguji kenormalan data digunakan *Kolmogorov-Smirnov Test* dengan kaidah keputusan jika signifikansi lebih besar dari $\alpha = 0,05$ (taraf kesalahan 5%) maka dapat dikatakan data tersebut normal. Berikut ini hasil perhitungan dengan menggunakan *kolmogorof smirnov test* :

Tabel 4.2
Hasil analisis Uji Normalitas

Variabel	K-S Z*	2 tailed p.**
Pengaruh Kepemilikan manajerial (X1), Kepemilikan institusional (X2), Ukuran perusahaan (X3), Pertumbuhan perusahaan (X4), Struktur aktiva (X5), Risiko (X6), dan return on asset (X7), kebijakan dividen (Y1) dan Kebijakan utang (Y2) terhadap nilai perusahaan (Y3)	1.056	0.215

Sumber Data: Data primer, diolah (2007)

Pada tabel *Kolmogorov-Smirnov Test* didapatkan nilai signifikansi residualnya sebesar 0.215 yang berarti lebih besar dari 0,05 ($\alpha = 5\%$), maka dapat disimpulkan bahwa model tersebut normal, sehingga bisa dilakukan regresi dengan model linear berganda.

2) Uji Autokorelasi

Kondisi adanya otokorelasi dalam model regresi timbul apabila terdapat korelasi antar anggota serangkaian observasi yang disusun menurut urutan waktu (*data time series*) atau menurut urutan ruang (*data cross sectional*) atau korelasi pada dirinya sendiri. Uji autokorelasi menggunakan *Durbin Watson Test*, yang bisa dilihat pada tabel 4.3 berikut:

Tabel 4.3
Hasil Analisis Uji Asumsi Tidak Terjadi Autokorelasi

dl	du	4-du	4-dl	dw	Interprestasi
1.484	1.874	2.126	2.516	1.952	Tidak ada autokorelasi

Sumber Data: Data primer, diolah (2007)

Dengan demikian tidak ada korelasi serial diantara *disturbance terms*, sehingga variabel tersebut independen (tidak ada autokorelasi) yang ditunjukkan dengan $du < dw < 4-du$.

3) Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas akan mengakibatkan penaksiran koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Hasil penaksiran akan menjadi kurang dari semestinya. Heteroskedastisitas bertentangan dengan salah satu asumsi dasar regresi linier, yaitu bahwa variasi residual sama untuk semua pengamatan atau disebut homoskedastisitas (Gujarati, 1991:173).

Untuk menguji tidak terjadinya heterosdastisitas dilakukan dengan melakukan uji gljeser. *Rule of thumb* yang digunakan adalah bila nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$, berarti terjadi heterosdastisitas namun sebaliknya apabila nilai $t_{hitung} < t_{tabel}$ maka akan terjadi homoskedastisitas. Berikut ini hasil pengujian heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *glejser* :

Tabel 4.4
Hasil Analisis Uji Asumsi Tidak Terjadi Heteroskedastisitas (Menggunakan Uji *glejser*)

Variabel	Pers	
	t hit	Sig
Kepemilikan manajerial (X_1)	-1.568	0.120
Kepemilikan institusional (X_2)	-0.569	0.571
Kebijakan dividen (X_3)	0.473	0.637
Kebijakan utang (X_4)	-0.878	0.382
Ukuran perusahaan (X_5)	-1.347	0.181
Pertumbuhan perusahaan (X_6)	-1.230	0.221
Struktur aktiva (X_7)	-1.837	0.069
Risiko (X_8)	0.746	0.457
<i>return on asset</i> (X_9)	1.250	0.214

Sumber Data: Data primer, diolah (2007)
t tabel pada level 5 % = 1.98

Dari tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa untuk variabel Kepemilikan manajerial (X_1), Kepemilikan institusional (X_2), Ukuran perusahaan (X_3), Pertumbuhan perusahaan (X_4), Struktur aktiva (X_5), Risiko (X_6), *return on asset* (X_7), Kebijakan dividen (Y_1), dan Kebijakan utang (Y_2) terhadap *absolut residual* (ABSU) tidak terjadi heterosdastisitas dengan ditunjukkan t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} .

4) Uji Non-Kolinieritas Ganda (*Multicollinearity*)

Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas dapat dilihat dari *Value Inflation Factor* (VIF). Apabila nilai $VIF > 10$ maka terjadi multikolinearitas (Aliman, 2001:27). Dan sebaliknya apabila $VIF < 10$ maka tidak terjadi multikolinearitas.

Dalam penelitian ini diperoleh VIF seperti pada tabel 4.5 sebagai berikut :

Tabel 4.5
Hasil Analisis Uji Asumsi Tidak Terjadi Multikolinearitas Value Inflation Factor (VIF)

Variabel Independen	NILAI VIF	KETERANGAN
Kepemilikan manajerial (X_1)	1.322	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel
Kepemilikan institusional (X_2)	1.331	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel
Kebijakan dividen (X_3)	1.026	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel
Kebijakan utang (X_4)	1.621	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel
Ukuran perusahaan (X_5)	1.361	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel
Pertumbuhan perusahaan (X_6)	1.073	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel
Struktur aktiva (X_7)	1.291	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel
Risiko (X_8)	1.032	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel
<i>return on asset</i> (X_9)	1.301	Tidak ada indikasi kolinearitas antar variabel

Sumber Data : Data Primer, diolah (2007)

Keterangan : - Jumlah data (observasi) = 117

- Dependent Variabel nilai perusahaan (Y)

Dari tabel tersebut dapat disimpulkan bahwa untuk semua variabel tidak terjadi multikolinearitas dengan ditunjukkan nilai VIF lebih kecil dari 10.

4.3. Hasil Pengujian Hipotesis

4.3.1. Pengujian Secara Parsial

Pengujian parsial bertujuan untuk mengetahui apakah secara parsial variabel pokok yang digunakan dalam model regresi yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan utang jangka panjang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengujian juga dilakukan dengan memasukkan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, risiko dan *return on asset* untuk melihat pengaruh dari variabel kontrol ini terhadap nilai perusahaan.

Tabel 4.6
Hasil Uji-t

Variabel	Unstandardized Coefficient Beta	t-hitung	Sig	Keterangan
X ₁	0.00006	0.003	0.997	Tidak signifikan
X ₂	0.00344	0.596	0.552	Tidak signifikan
X ₃	0.04919	0.721	0.473	Tidak signifikan
X ₄	-0.15827	-0.269	0.788	Tidak signifikan
X ₅	0.11697	1.728	0.087	Tidak signifikan
X ₆	-0.10670	-1.018	0.311	Tidak signifikan
X ₇	0.22874	0.360	0.720	Tidak signifikan
X ₈	1.54541	4.686	0.000	Signifikan
X ₉	6.84919	6.875	0.000	Signifikan

Sumber : Data Primer, diolah (2007)

$$\begin{aligned}
 \text{Dimana:} \\
 F_{\text{Hitung}} &= 9.430 \\
 F_{\text{tabel}} &= 1.974 \\
 T_{\text{tabel}} &= 1.980 \\
 \text{Sign } F &= 0.000 \\
 \alpha &= 0.05
 \end{aligned}$$

Dari tabel 4.6. dapat diberikan penjelasan sebagai berikut:

1) Variabel kepemilikan manajerial (X_1)

Dari pengujian secara parsial terhadap variabel kepemilikan manajerial (X_1) diperoleh koefisien regresinya adalah 0.00006 dengan nilai t-hitung sebesar 0.003 dengan tingkat signifikansi = 0.997. Dengan hasil ini dapat dilihat bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen, direksi dan komisaris maka akan mempengaruhi tingkat harga saham perusahaan yang akhirnya meningkatkan nilai perusahaan meskipun tingkat hubungannya tidak signifikan pada level 5%. Jadi dapat disimpulkan bahwa maka H_1 diterima dimana arah hubungan ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Itturiaga dan Sanz (2001) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2) Variabel kepemilikan institusional (X_2)

Dari pengujian secara parsial terhadap variabel kepemilikan institusional nilai t hitung 0.596. Nilai ini lebih kecil dari t tabel ($0.596 < 1.980$) dan nilai probabilitas sebesar 0.552 dimana nilai ini lebih besar dari $\alpha = 0,05$. Koefisien regresinya adalah 0.003 yang menunjukkan bahwa setiap penambahan 1 persen kepemilikan institusional akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0.003 persen. Dengan demikian secara statistik H_2 diterima artinya hipotesis yang menyatakan “variabel kepemilikan institusional (X_2) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan” dapat dibuktikan kebenarannya meskipun kepemilikan

institusional tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Arah hubungan ini sesuai dengan hasil penelitian Steiner (1996) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3) Variabel kebijakan dividen (X_3)

Koefisien beta pada variabel kebijakan dividen (X_3) sebesar 0.05 menunjukkan bahwa dengan peningkatan kebijakan dividen (X_3) akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Tingkat keberartian pengaruh variabel kebijakan dividen terhadap variabel nilai perusahaan secara statistik diuji dengan menggunakan uji-t. Berdasarkan hasil uji-t variabel kebijakan dividen (X_3) secara statistik memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hal ini terbukti dari nilai t hitung 0.721. Nilai ini lebih kecil dari t tabel ($0.721 < 1.980$) dan nilai probabilitas sebesar 0.473, nilai ini lebih besar dari $\alpha = 0,05$.

Dengan demikian secara statistik H_3 diterima, artinya hipotesis yang menyatakan “kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan” dapat dibuktikan kebenarannya sehingga hipotesis tersebut diterima.

Hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa kebijakan dividen belum dipertimbangkan (tidak direspon) oleh *investor* dalam membeli saham perusahaan manufaktur yang go publik di Indonesia. Ini dikarenakan dalam membeli saham suatu perusahaan *investor* tidak hanya melihat dari dividen yang dibagikan tetapi profitabilitas dan tingkat risiko juga merupakan faktor yang sangat menentukan

4) Variabel kebijakan utang (X_4)

Koefisien beta pada variabel kebijakan utang (X_4) sebesar -0.16 menunjukkan bahwa dengan peningkatan kebijakan utang (X_4) akan dapat menurunkan nilai perusahaan. Tingkat keberartian pengaruh variabel kebijakan utang terhadap variabel nilai perusahaan secara statistik diuji dengan menggunakan uji-t. Berdasarkan hasil uji-t variabel kebijakan utang (X_4) secara statistik memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hal ini terbukti dari nilai t hitung -0.269. Nilai ini lebih kecil dari t tabel (-0.269 > -1.980) dan nilai probabilitas sebesar 0.788, nilai ini lebih besar dari $\alpha = 0,05$.

Dengan demikian secara statistik H_4 ditolak, artinya hipotesis yang menyatakan “kebijakan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan” tidak dapat dibuktikan kebenarannya sehingga hipotesis tersebut ditolak.

5) Variabel ukuran perusahaan (X_5)

Koefisien beta pada variabel ukuran perusahaan (X_5) sebesar 0.12 menunjukkan bahwa dengan peningkatan ukuran perusahaan (X_5) akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Tingkat keberartian pengaruh variabel ukuran perusahaan terhadap variabel nilai perusahaan secara statistik diuji dengan menggunakan uji-t. Berdasarkan hasil uji-t variabel ukuran perusahaan (X_5) secara statistik memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hal ini terbukti dari nilai t hitung 1.728. Nilai ini lebih kecil dari t tabel (1.728 < 1.980) dan nilai probabilitas sebesar 0.087, nilai ini lebih besar dari $\alpha = 0,05$.

Sudarma (2004) juga menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

6) Variabel pertumbuhan perusahaan (X_6)

Koefisien beta pada variabel pertumbuhan perusahaan (X_6) sebesar -0.12 menunjukkan bahwa dengan peningkatan pertumbuhan perusahaan (X_6) akan dapat menurunkan nilai perusahaan. Tingkat keberartian pengaruh variabel pertumbuhan perusahaan terhadap variabel nilai perusahaan secara statistik diuji dengan menggunakan uji-t. Berdasarkan hasil uji-t variabel pertumbuhan perusahaan (X_6) secara statistik memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini terbukti dari nilai t hitung -1.018. Nilai ini lebih besar dari t tabel ($-1.018 > -1.980$) dan nilai probabilitas sebesar 0.311, nilai ini lebih besar dari $\alpha = 0,05$.

Ketidaksignifikanan hasil pada penelitian ini dikarenakan pertumbuhan penjualan pada tahun 2002 mengalami penurunan dimana tahun 2003 mengalami kenaikan sehingga *investor* kurang merespon saham perusahaan manufaktur yang go publik di Indonesia.

7) Variabel struktur aktiva (X_7)

Koefisien beta pada variabel struktur aktiva (X_7) sebesar 0.23 menunjukkan bahwa dengan peningkatan struktur aktiva (X_7) akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Tingkat keberartian pengaruh variabel struktur aktiva terhadap variabel nilai perusahaan secara statistik diuji dengan menggunakan uji-t. Berdasarkan hasil uji-t variabel struktur aktiva (X_7) secara statistik memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini terbukti dari nilai t hitung 0.360. Nilai ini lebih kecil dari t tabel ($0.360 < 1.980$) dan nilai probabilitas sebesar 0.720, nilai ini lebih kecil dari $\alpha = 0,05$.

8) Variabel risiko (X_8)

Koefisien beta pada variabel risiko (X_8) sebesar 1.55 menunjukkan bahwa dengan peningkatan risiko (X_8) akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Tingkat keberartian pengaruh variabel risiko terhadap variabel nilai perusahaan secara statistik diuji dengan menggunakan uji-t. Berdasarkan hasil uji-t variabel risiko (X_8) secara statistik memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini terbukti dari nilai t hitung 4.686. Nilai ini lebih besar dari t tabel ($4.686 > 1.980$) dan nilai probabilitas sebesar 0.000, nilai ini lebih kecil dari $\alpha = 0,05$.

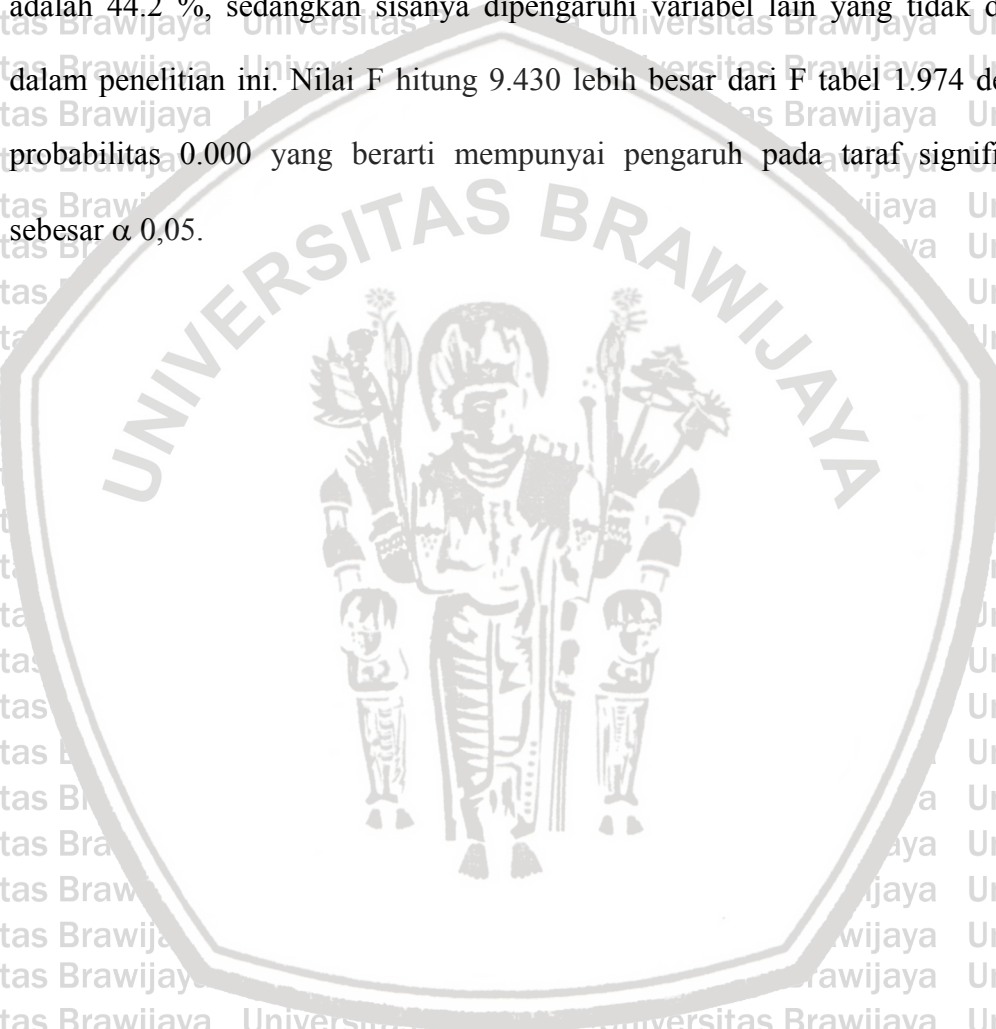
9) Variabel *return on asset* (X_9)

Koefisien beta pada variabel *return on asset* (X_9) sebesar 0.566 menunjukkan bahwa dengan peningkatan *return on asset* (X_9) akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Tingkat keberartian pengaruh variabel *return on asset* terhadap variabel nilai perusahaan secara statistik diuji dengan menggunakan uji-t. Berdasarkan hasil uji-t variabel *return on asset* (X_9) secara statistik memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini terbukti dari nilai t hitung 6.875. Nilai ini lebih besar dari t tabel ($6.875 > 1.980$) dan nilai probabilitas sebesar 0.000, nilai ini lebih kecil dari $\alpha = 0,05$.

4.3.2. Pengujian Secara Simultan

Berdasarkan uji bersama-sama dari masing-masing variabel yaitu variabel kepemilikan manajerial (X_1), kepemilikan institusional (X_2), kebijakan dividen (X_3), dan kebijakan utang (X_4), ukuran perusahaan (X_5), Pertumbuhan perusahaan (X_6), Struktur aktiva (X_7), Risiko (X_8), *return on asset* (X_9), terhadap nilai perusahaan (Y) ternyata mempunyai *multiple R* (korelasi berganda) sebesar 0.665

dan mempunyai pengaruh yang cukup kuat dengan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.442. Artinya kontribusi kepemilikan manajerial (X_1), kepemilikan institusional (X_2), kebijakan dividen (X_3), dan kebijakan utang (X_4), ukuran perusahaan (X_5), Pertumbuhan perusahaan (X_6), Struktur aktiva (X_7), Risiko (X_8), *return on asset* (X_9) dalam menjelaskan keragaman variabel nilai perusahaan (Y) adalah 44.2 %, sedangkan sisanya dipengaruhi variabel lain yang tidak diikuti dalam penelitian ini. Nilai F hitung 9.430 lebih besar dari F tabel 1.974 dengan probabilitas 0.000 yang berarti mempunyai pengaruh pada taraf signifikansi sebesar α 0,05.



BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan dapat disimpulkan sebagai berikut:

1) Struktur kepemilikan saham (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh pihak *internal* dan *eksternal* maka nilai perusahaan semakin tinggi pula. Namun dari hasil penelitian diperoleh bahwa hubungan tersebut tidak signifikan hal ini terkait dengan karakteristik unik dari struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan publik di Indonesia. Karakteristik unik tersebut terutama terkait dengan outsider's holding sebagian besar didominasi oleh institusi holding yang dalam kenyataannya terdiri dari perusahaan-perusahaan holding company yang saling berafiliasi bahkan para pemegang saham dari holding company tersebut masih memiliki hubungan keluarga dengan pihak manajemen perusahaan. Akibat dari fenomena ini, institusi (perusahaan/lembaga) pemegang saham yang merefleksikan pemegang saham dari luar, tidak memiliki arti yang signifikan, dalam arti walaupun mereka sangat dominan namun mereka tidak independen satu sama lain termasuk dengan manajemen, maka pada hakekatnya mereka satu.

2) Kebijakan utang jangka panjang berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena tingkat utang perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia semakin tinggi maka risiko perusahaan juga meningkat yang



- 3) berakibat pada meningkatnya biaya ekuitas yang selanjutnya akan menurunkan harga saham. Temuan ini sesuai dengan penjelasan Brigham dan Gapenski (1996:252) mengenai *trade-off theory* atau *balancing theory* yang menyatakan bahwa biaya utang mengurangi penghasilan terkena pajak sehingga lebih rendah dibandingkan biaya saham biasa, namun peningkatan utang meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga bondholder akan menentukan tingkat bunga yang lebih tinggi sebagai kompensasi risiko. Struktur modal optimal pada titik yang mencerminkan *trade-off* antara pemanfaatan utang dengan risiko kebangkrutan. Ini berarti bahwa semakin besar penggunaan utang, semakin besar keuntungan dari penggunaan utang, tapi PV biaya *financial distress* dan PV *agency cost* juga meningkat, bahkan lebih besar, sehingga penggunaan utang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan utang tidak sebanding dengan kenaikan biaya *financial distress* dan *agency problem*.
- 4) Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pembayaran kas dividen pada pemilik saham akan mencerminkan kondisi perusahaan di masa depan akan lebih baik sehingga tingkat kepercayaan investor akan semakin meningkat sehingga nilai perusahaan juga semakin tinggi. Namun hubungan yang tidak signifikan menunjukkan bahwa kebijakan dividen belum dipertimbangkan oleh investor dalam membeli saham perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Ini dikarenakan dalam membeli saham suatu perusahaan investor tidak hanya melihat dari dividen yang dibagikan, tetapi profitabilitas dan risiko perusahaan juga merupakan faktor yang menentukan.

- 5) Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yang terdiri dari ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, tingkat risiko dan tingkat pengembalian aktiva (ROA) secara parsial yang mempengaruhi nilai perusahaan hanyalah variabel risiko dan variabel tingkat pengembalian aktiva. Hal ini mengindikasikan bahwa investor menilai perusahaan dengan memperhatikan tingkat risiko dari perusahaan tersebut dari financial distress dan tingkat pengembalian aktiva (ROA) sebagai proksi dari profitabilitas perusahaan dimana diharapkan dengan tingkat profitabilitas perusahaan yang tinggi akan meningkatkan ketertarikan investor dalam membeli saham perusahaan dengan harga yang optimal.
- 6) Secara simultan Kepemilikan manajerial, Kepemilikan institusional, Ukuran perusahaan, *return on asset*, Struktur aktiva, risiko dan Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang cukup kuat dengan nilai perusahaan.

5.2. Saran

1. Penelitian ini hanya terbatas pada industri manufaktur yang *go public* sehingga hasil penelitian ini tidak dapat mencerminkan kondisi industri secara keseluruhan. Karena itu diharapkan untuk penelitian selanjutnya tidak hanya berfokus pada industri manufaktur saja tetapi seluruh macam industri yang *go public*. Untuk penelitian lebih lanjut diharapkan untuk mengkaji konsistensi temuan ini dengan mengembangkan metodologi penelitiannya, variabel, dan pengukuran variabel.
2. Pada penelitian ini ditemukan adanya hubungan asimetri informasi sehingga disarankan perusahaan lebih meningkatkan transparansi dan akuntabilitas terhadap pemegang saham publik.

DAFTAR PUSTAKA

Agus Sartono, 1999, *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, Edisi Ketiga, BPFE-UGM, Yogyakarta.

Agustinus Setiawan, Fauziah Md. Taib, dan Suhaimi Shahnnon, 2002, The Determinant of Corporate Debt in Indonesian Public Listed Company, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (Dian Ekonomi)*, Volume VII, Nomor 1, 1-16.

Ali Irfan, (2002), Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi Dalam Hubungan Agensi, *Lintasan Ekonomi*, Vol. XIX No. 2, hlm.83-95.

Aliman, 2000, *Modul Ekonometrika Terapan*, PAU Studi Ekonomi UGM Yogyakarta.

Anonimous, 1996,, *Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1998 tentang Pasar Modal*, PT. Armas Duta Jaya, Jakarta.

Anto Dajan, 1986, *Pengantar Metode Statistik*, Jilid 1 & 2, LP3ES, Jakarta.

Bambang Riyanto, 1994, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, BPFE-UGM, Yogyakarta.

Bambang Subroto, 1991, *Akuntansi Keuangan Intermediate*, Edisi Ketiga, BPFE, Yogyakarta.

Brigham, Eugene F., dan J. Fred Weston, 1990, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh Alfonsus Sirait, 2001, Erlangga, Jakarta.

Brigham, Eugene F., dan Louis C. Gapenski, 1990, *Financial Management: Theory and Practice*, Sixth Edition, The Dryden Press, New York.

Brigham, Eugene F., 1995, *Fundamentals of Financial Management*, Seventh Edition, The Dryden Press, New York.

Brigham, Eugene F., dan Louis C. Gapenski, 1996, *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition, The Dryden Press, New York.

Brigham, Eugene F., dan Joel F. Houston, 1998, *Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh Dodo Suhato dan Herman Wibowo, 2001, Edisi Kedelapan, Erlangga, Jakarta.

Bursa Efek Jakarta, 2003, *Indonesian Capital Market Directory 2002*, Jakarta.

Bursa Efek Jakarta, 2004, *Indonesian Capital Market Directory 2003*, Jakarta.

Bursa Efek Jakarta, 2005, *Indonesian Capital Market Directory 2004*, Jakarta.

Chaerul D. Djakman dan Gina Haloman, 2001, Pengujian Pecking Order Hypothesis pada Emiten di BEJ 1994 dan 1995, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Volume 4, Nomor 3, September, 303-313.

Chen, C.R., dan Steiner, T.L. 1999, Managerial Ownership And Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis Of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy, *Financial Review*, No. 34, 119-136.

Cooper, Donald R., dan Emory C. William, 1990, *Business Research Methods*, 5th Edition, Richard D. Irwin Inc.

Copeland, Thomas E., dan J. Fred Weston, 1992, *Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh A. Jaka Wasana dan Kibrandoko, 1995, Binarupa Aksara, Jakarta.

Crutchley, Claire e., Marlin R.H. Jensen, John S. Jahera, Jr dan Jennie E. Raymond, 1999, Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making, The Role of Institutional Ownership, *International Review of Financial Analysis* 8:2.

Dewi Ratnaningsih dan Jogiyanto Hartono, 2003, Total Individual Effect of an Agency Cost Explanation for Dividend Payment, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 18 (1), hlm. 47-60.

Eddy Suranta dan Mas'ud Machfoedz, 2003, Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi, *Simposium Nasional Akuntansi VI*, 214-225.

Edi Suranta dan Pratana Puspa Midiastuty, 2003, Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 06 No. 01, Januari Tahun 2003, 54-58.

Erni Masdupi, 2005, Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Utang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 20 (1): 57-69.

Euis Soliha dan Taswan, 2002, Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.

Faisal, 2005, Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Volume 8, Nomor 2, Mei, 175-190.

Fitri Ismiyanti, dan Mamduh M. Hanafi, 2003, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan, *Simposium Nasional Akuntansi VI*, hlm.260-271.

Garvey, Gerald T., 1992, Leveraging The Underinvestment Problem: How High Debt and Management Shareholdings Solve The Agency Costs of Free Cash Flow, *The Journal of Financial Research*, Vol.XV No. 2 Summer, 149-166.

Gujarati, Damodar, 1978, *Basic Econometrics*, Terjemahan oleh Sumarno, 1998, Penerbit Erlangga, Jakarta.

Hadi Irmawan, 2005, Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Akuntansi, Bisnis dan Manajemen*, Vol.12 No.2 Oktober, 2005:190-203.

Ida Norhayati S., 2004, *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Pengambilan Risiko, Kebijakan Utang dan Dividen (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)*, Tesis, Program Studi Manajemen, Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.

Imanda Firmantyas Putri, dan Mohammad Nasir, 2006, Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan, *Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*.

Indahwati, 2003, *Analisis Pengaruh Leverage dan Kebijakan Struktur Modal terhadap Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan Go Publik Pasar Modal Indonesia Selama Krisis 1998-2001*, Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.

Indriantoro N dan Supomo B, 2002, *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*, BPFE-UGM, Yogyakarta.

Jensen, M dan Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost dan Ownership Structure, *Journal of Finance Economics* 3, hlm.305-360.

Keown, Arthur J., David F. Scott Jr., John D. Martin, J. William Petty, 1996, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Terjemahan Oelh Chaerul D. Djakman dan Dwi Sulistyorini, 2000, Edisi Ketujuh, Salemba Empat, Jakarta.

Lukas Setia Atmaja, 1999, *Manajemen Keuangan*, Edisi Revisi, Penerbit Andi, Yogyakarta.

Lutfi, 2001, Board Structure, Managerial Ownership, And Shareholder Wealth: A Review of Empirical Evidence, *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi: Ventura*, Vol.4 No.2, September, 32-39.

Mamduh M. Hanafi, 2004, *Manajemen Keuangan*, Edisi 2004-2005, BPFE, Yogyakarta.

Masulis, R. W., 1988, *The Debt/Equity Choice*, Cambridge, MA, Ballinger.

Moh'd, Mahmoud A., 1998, The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time Series Cross Sectional Analysis, *The Financial Review* 33, hlm. 85-98.

Mollah, S.A., Keasey, Kevin, dan Short, Helen, 2000, *The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market, Evidence From the Dhaka Stock Exchange*. Phd Dissertation, Leeds University Business School, University of Leeds, UK.

Putu Anom Mahadwartha, dan Jogiyanto Hartono, 2002, Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Utang dengan Kebijakan Dividen, *Simposium Nasional Akuntansi V*, hlm.635-647.

Putu Anom Mahadwartha, 2003, Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership: An Agency Theory Perspective, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Volume 18, Nomor 3, 288-297.

Rao, Ramesh K. S., 1995, *Financial Management: Concepts & Applications*, Third Edition, South-Western College Publishing Cincinnati, Ohio.

Santoso, Singgih. 2001. *SPSS Versi 10 Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, PT Elex Media Komputindo. Jakarta.

Sartono, 2001, Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer dalam Perusahaan Terhadap Pembelanjaan Modal: Managerial Hypothesis atau Pecking Order Hypothesis?, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.16 No.1, 54-63.

Schooley, Diane K., L. Dwayne Barnett Jr., 1994, Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs, *The Journal of Financial Research*, Vol.XVII, No.3, 363-374.

Sekaran, Uma. 2003. *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*, Fourth Edition, New York: John Wiley & Sons, Inc.

Sharma, Vineeta D., 2004, Board of Director Characteristics, Institutional Ownership, and Fraud: Evidence from Australia, *Auditing : A Journal of Practice & theory*, Vo.23 No.2, September, 105-117.

Slovin, Myron B., dan Marie E. Sushka, 1993, Ownership Concentration, Corporate Control Activity, And Firm Value: Evidence from the Death of Inside Blockholders, *Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 4.

Solimun, 2002, *Structural Equation Modeling Lisrel dan Amos*, Universitas Negeri Malang.

Sri Hasnawati, 2005, Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ, *Manajemen Usahawan Indonesia*, No.09/Th.XXXIV, September, 33-40.

Sritua Arif, 1993, *Metodologi Penelitian Ekonomi*, UI Press, Jakarta

Suad Husnan, dan Enny Pudjiastuti, 1998, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Kedua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.

Sudarma, Made, 2004, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*, Disertasi, Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.

Sugiono, 2002. *Metode Penelitian Administrasi*, Cetakan Kedelapan. Alfabeta. Bandung.

Tarjo, 2005, Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Volume 8, Nomor 1, Januari, 82-104.

Untung Wahyudi, dan Hartini Prasetyaning Pawestri, 2006, Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening, *Simposium Nasional Akuntansi IX* Padang.

Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz, Jr., 1995, *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh Heru Sutojo, 1999, Edisi Kesembilan, Salemba Empat, Jakarta.

Venny Agustiana, 2006, *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Penyebaran Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang Perusahaan*, Publikasi Ilmiah, Progrma Studi Manajemen, Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.

Wahidahwati, 2001, *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Utang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency*, *Simposium Nasional Akuntansi IV*, hlm.1084-1098.

Wahidahwati, 2002, *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dan Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen*, *Simposium Nasional Akuntansi V*, hlm.601-625.

Weston, J. Fred, 1990, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh Alfonsus Sirait, Edisi Kesembilan, Erlangga Jakarta

Weston, J.Fred dan Thomas E.Copeland, 1992, *Manajemen Keuangan*, Terjemahan oleh A.Jaka Wasana dan Kibrandoko, 1995, Edisi Kesembilan (Edisi Revisi), Bumiaksara, Jakarta.

Zulhawati, 2004, *Analisis Dampak Kepemilikan Saham Oleh Insider Pada Kebijakan Utang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan*, *Kompak*, No.11 Mei-Agustus, 240-249.

Lampiran 1: Data Persentase Pemegang Saham Perusahaan Sampel

Tahun	PT. Andhi Candra Automotive Products, Tbk	%
2004	PT. Selamat Sempurna, Tbk	64,93
	Public	35,07
2003	PT. Selamat Sempurna, Tbk	64,93
	Public	35,07
2002	PT. Selamat Sempurna, Tbk	64,93
	Public	35,07
Tahun	PT. Aneka Kimia Raya, Tbk (d/h PT. AKR Corporindo, Tbk)	%
2004	PT. Arthakencana Rayatama	71,24
	UOB Kay Hian Pte, Ltd	14,11
	Jimmy Tandyo (Direktur)	0,13
	Public	14,52
2003	PT. Arthakencana Rayatama	73,35
	Jimmy Tandyo (Direktur)	0,39
	Sabirin Saiman (Komisaris)	0,08
	Public	26,18
2002	PT. Arthakencana Rayatama	73,35
	Jimmy Tandyo (Direktur)	0,38
	Sabirin Saiman (Komisaris)	0,08
	Public	26,19
Tahun	PT. Asahimas Flat Glass Co. Ltd, Tbk	%
2004	Asahi Glass Co., Ltd (Japan)	43,76
	PT. Rodamas Co., Ltd	40,43
	Cooperative	0,71
	Public	15,10
2003	Asahi Glass Co., Ltd (Japan)	43,71
	PT. Rodamas Co., Ltd	40,08
	Cooperative	0,80
	Public	15,41
2002	Asahi Glass Co., Ltd (Japan)	43,71
	PT. Rodamas Co., Ltd	39,69
	Cooperative	0,80
	Public	15,80
Tahun	PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk	%
2004	PT. Tirta Investama	90,99
	Public	9,01
2003	PT. Tirta Investama	90,99
	Public	9,01
2002	PT. Tirta Investama	90,99
	Public	9,01
Tahun	PT. Arwana Citramulias, Tbk	%
2004	PT. Agung Abadi Mandiri Sejati	27,52
	Coutts Bank Von Ernst Ltd, Singapore	17,99
	HSBC-Fund Services Clients A/C 500	15,20
	PT. Suprakreasi Eradinamika	13,54
	MLPFSI Securities Account	5,90
	Public	19,85

Bersambung.....

Lanjutan.....

Tahun	PT. Arwana Citramulias, Tbk	%
2003	PT. Agung Abadi Mandiri Sejati	27,50
	Coutts Bank Von Ernst Ltd, Singapore	17,99
	Bank of Bermuda Ltd (HK)	13,82
	PT. Suprakreasi Eradinamika	13,54
	Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith International	6,14
	Public	20,99
2002	PT. Agung Abadi Mandiri Sejati	27,52
	Coutts BK (Schweiz) AG (S) T	24,63
	PT. Suprakreasi Eradinamika	13,54
	Syarip Said (Komisaris)	6,73
	Tandean Rustandi (Direktur)	3,73
	Erwin Soemarto	0,61
	Public	23,24
Tahun	PT. Astra Graphia, Tbk	%
2004	PT. Astra International, Tbk	76,87
	Public	23,13
2003	PT. Astra International, Tbk	70
	Public	30
2002	PT. Astra International, Tbk	78,79
	Public	21,21
Tahun	PT. Astra International, Tbk	%
2004	Jardine Cycle & Carriage, Ltd	47,55
	Brian Richard Keelan (Komisaris)	0,08
	Budi Setiadharmas (Presiden Direktur)	0,01
	Public	52,36
2003	Cycle & Carriage (Mauritius), Ltd	41,94
	Public	58,06
2002	Cycle & Carriage (Mauritius), Ltd	31,15
	Norbax, Inc	8,06
	Toyota Motor Corp.	7,36
	Gsic	5,29
	Neville Barry	0,01
	Public	48,13
Tahun	PT. Astra Otoparts, Tbk	%
2004	PT. Astra International, Tbk	85,40
	Public	14,60
2003	PT. Astra International, Tbk	86,68
	Public	13,32
2002	PT. Astra International, Tbk	87,31
	Public	12,69
Tahun	PT. Sepatu Bata, Tbk	%
2004	Lagfin (Netherlands)	65
	Nothorn Inv. Co. Ltd	7,60
	Public	27,40
2003	Lagfin (Netherlands)	65
	Nothorn Inv. Co. Ltd	7,60
	State Street London Limited	6,20

Bersambung.....

Lanjutan.....

Tahun	PT. Sepatu Bata, Tbk	%
2003	Bank of Bermuda Ltd (HK)	5,40
	Public	15,80
2002	Lagfin (Netherlands)	65
	State Street London Limited	8
	Nothern Inv. Co. Ltd	7,6
	Public	19,4
Tahun	PT. Delta Djakarta, Tbk	%
2004	San Miguel Malaysia (L)	58,30
	Municipal Government of Jakarta	26,30
	Public	15,40
2003	San Miguel Malaysia (L)	58,30
	Municipal Government of Jakarta	26,30
	Public	15,40
2002	San Miguel Malaysia (L)	58,30
	Municipal Government of Jakarta	26,30
	Public	15,40
Tahun	PT. Dankos Laboratories, Tbk	%
2004	PT. Kalbe Farma, Tbk	71,46
	HSBC-Fund Services	9,79
	Public	18,75
2003	PT. Kalbe Farma, Tbk	71,46
	Bank of Bermuda Limited	8,63
	Public	19,91
2002	PT. Kalbe Farma, Tbk	71,46
	Indovalue	5,32
	Public	23,22
Tahun	PT. Dynaplast, Tbk	%
2004	Hongkong Shanghai Bank Corporation Fund Services, Hongkong	36,09
	PT. Panca Graha Sentosa	20,88
	Banque De Luxemburg S.A.	7,58
	PT. Ciptadana Sekuritas	5,54
	PT. Hambali Dinamika Corp.	3,50
	Public	26,41
2003	Bank of Bermuda, Ltd Hongkong	39,76
	PT. Panca Graha Sentosa	21,40
	Banque De Luxemburg S.A.	5,14
	PT. Hambali Dinamika Corp.	4,77
	Tirtadjaja Hambali (Presiden Direktur)	0,40
	Public	28,53
2002	PT. Panca Graha Sentosa	24,73
	Bank of Bermuda, Ltd Hongkong	21,08
	Paribas Paris	7,83
	PT. Hambali Dinamika Corp.	5,56
	The Northern Trust Company (USA)	3,42
	Tirtadjaja Hambali (Presiden Direktur)	0,50
	Public	36,88

Tahun	PT. Ekadharma Tape Industries, Tbk	%
2004	PT. Ekadharma Inti Perkasa	73,26
	Philippe Debnicki	6,35
	Public	20,39
2003	PT. Ekadharma Inti Perkasa	72,82
	Philippe Debnicki	5,05
	Public	22,13
2002	PT. Ekadharma Inti Perkasa	72,82
	PT. Trimegah Sekuritas, Tbk	6,26
	Public	20,92
Tahun	PT. Fast Food Indonesia, Tbk	%
2004	PT. Gelael Pratama	44
	PT. Megah Graraharja	35
	Cooperative	1
	Public	20
2003	PT. Gelael Pratama	44
	PT. Megah Graraharja	35
	Cooperative	1
	Public	20
2002	PT. Gelael Pratama	44
	PT. Megah Graraharja	35
	Cooperative	1
	Public	20
Tahun	PT. Goodyear Indonesia, Tbk	%
2004	The Goodyear Tire & Rubber Company	85
	PT. Kali Besar Asri	6,62
	Public	8,40
2003	The Goodyear Tire & Rubber Company	85
	PT. Kali Besar Asri	6,26
	Public	8,74
2002	The Goodyear Tire & Rubber Company	85
	PT. Kali Besar Asri	6,26
	Public	8,74
Tahun	PT. Gudang Garam, Tbk	%
2004	PT. Suryaduta Investama	66,80
	PT. Suryamitra Kusuma	5,32
	Rachman Halim (Presiden Komisaris)	0,94
	Juni Setiawan Wonowidjono (Komisaris)	0,52
	Susilo Wonowidjono (Wakil Presiden)	0,28
	Public	26,14
2003	PT. Suryaduta Investama	66,80
	PT. Suryamitra Kusuma	5,32
	Rachman Halim (Presiden Komisaris)	0,94
	Juni Setiawan Wonowidjono (Komisaris)	0,52
	Susilo Wonowidjono (Wakil Presiden)	0,28
	Public	26,14
2002	PT. Suryaduta Investama	66,80
	PT. Suryamitra Kusuma	5,32
	Rachman Halim (Presiden Komisaris)	0,94

Bersambung.....

Lanjutan.....

Tahun	PT. Gudang Garam, Tbk	%
2002	Juni Setiawan Wonowidjono (Komisaris)	0,52
	Susilo Wonowidjono (Wakil Presiden)	0,28
	Public	26,14
Tahun	PT. Hexindo Adiperkasa, Tbk	%
2004	Hitachi Construction Machinery Co. Ltd., Japan	48,59
	Itochu Corp., Japan	22,55
	Hitachi Construction Machinery Co. Ltd., Singapore	5,07
	PT. Namalatu Cakrawala Securities	5,07
	Public	18,72
2003	Hitachi Construction Machinery Co. Ltd., Japan	48,59
	Itochu Corp., Japan	22,55
	Hitachi Construction Machinery Co. Ltd., Singapore	5,07
	PT. Namalatu Cakrawala Securities	5,07
	Public	18,72
2002	Hitachi Construction Machinery Co. Ltd., Japan	48,59
	Itochu Corp., Japan	22,55
	PT. Hexindo Adiperwira	7,79
	Hitachi Construction Machinery Co. Ltd., Singapore	5,07
	Toru Sakai (Direktur)	0,19
	Takao Kobdyashi (Direktur)	0,02
	Public	15,79
Tahun	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna, Tbk	%
2004	Dubuis Holding Limited, Mauritius	32,41
	Norbax, Inc., Amerika Serikat	7,17
	PT. Lancar Sampoerna Bestari	5,20
	Boedi Sampoerna	1,95
	Soetjahjono Winarko	0,02
	Public	53,25
2003	Dubuis Holding Limited, Mauritius	32,41
	Norbax, Inc., Amerika Serikat	7,17
	PT. Lancar Sampoerna Bestari	5,20
	Boedi Sampoerna	1,95
	Soetjahjono Winarko	0,02
	Public	53,25
2002	Sampoerna Family Holdings Limited, Mauritius	30,65
	Norbax, Inc., Amerika Serikat	6,68
	PT. Lancar Sampoerna Bestari	5,20
	Boedi Sampoerna (Wakil Presiden Komisaris)	1,95
	Putera Sampoerna (Presiden Komisaris)	0,72
	Soetjahjono (Komisaris)	0,02
	Public	54,78
Tahun	PT. Kageo Igar Jaya, Tbk (PT. Igar Jaya, Tbk)	%
2004	PT. Kalbe Farma, Tbk	63,10
	Public	36,90
2003	PT. Kalbe Farma, Tbk	63,10
	Public	36,90
2002	PT. Kalbe Farma, Tbk	51,13
	Public	48,87

Tahun	PT. Intanwijaya International, Tbk (PT. Intanwijaya Chemical Industry, Tbk)	%
2004	Syamsinar Ngaisah	19,24
	Tazran Tanmizi (Presiden Komisaris)	9,62
	Robert Tanmizi	8,93
	Marzuki Tanmizi (Komisaris0	8,25
	Public	53,96
2003	PT. Tanmizi Utam	68,73
	Kustodian Sentral Efek Indonesia	27,42
	Public	3,85
2002	PT. Tanmizi Utam	68,73
	Kustodian Sentral Efek Indonesia	27,24
	Public	4,03
Tahun	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk	%
2004	CAB Holdings, Ltd	51,53
	Public	48,47
2003	CAB Holdings, Ltd	51,53
	Public	48,47
2002	CAB Holdings, Ltd	51,89
	Public	48,11
Tahun	PT. Kimia Farma (persero), Tbk	%
2004	Indonesian Government	90,02
	Employees	0,42
	Public	9,56
2003	Indonesian Government	90,03
	Employees	0,97
	Public	9
2002	Indonesian Government	90,03
	Employees	0,97
	Public	9
Tahun	PT. Lion Metal Works, Tbk	%
2004	Lion Holdings Pte. Ltd., Singapore	28,85
	Lion Holdings Sdn. Bhd. Kuala Lumpur	28,85
	Cheng Yong Kim (Presiden Direktur)	0,08
	Lim Tai Pong (Direktur)	0,08
	Krisant Sophiaan (Direktur)	0,02
	Public	42,12
2003	Lion Holdings Pte. Ltd., Singapore	28,85
	Lion Holdings Sdn. Bhd. Kuala Lumpur	28,85
	Cheng Yong Kim (Presiden Direktur)	0,08
	Lim Tai Pong (Direktur)	0,08
	Krisant Sophiaan (Direktur)	0,02
	Public	42,12
2002	Lion Holdings Pte. Ltd., Singapore	28,85
	Lion Holdings Sdn. Bhd. Kuala Lumpur	28,85
	Cheng Yong Kim (Presiden Direktur)	0,08
	Lim Tai Pong (Direktur)	0,08
	Krisant Sophiaan (Direktur)	0,02
	Public	42,12

Tahun	PT. Lionmesh Prima, Tbk	%
2004	Lion Holding PTC., Ltd. Singapore	25,55
	Jusuf Sutrisno (Komisaris)	14,09
	Lawer Soependi (Presiden Direktur)	11,49
	Trinidad Investment Pte., Ltd., Singapore	6,67
	PT. Jalurwahana Artha	5,34
	Warno (Direktur)	0,03
	Public	36,83
2003	Lion Holding PTC., Ltd. Singapore	25,55
	Jusuf Sutrisno (Komisaris)	14,09
	Lawer Soependi (Presiden Direktur)	11,49
	Trinidad Investment Pte., Ltd., Singapore	6,67
	Johannes P. Sudarma, SH. (Presiden Komisaris)	0,17
	Warno (Direktur)	0,03
	Public	42
2002	Lion Holding PTC., Ltd. Singapore	25,55
	Jusuf Sutrisno (Komisaris)	14,09
	Lawer Soependi (Presiden Direktur)	11,49
	Trinidad Investment Pte., Ltd., Singapore	6,67
	Johannes P. Sudarma, SH. (Presiden Komisaris)	0,17
	Warno (Direktur)	0,03
	Public	42
Tahun	PT. Lautan Luas, Tbk	%
2004	PT. Caturkarsa Megatunggal	63,03
	Joan Fudiana (Wakil Presiden Komisaris)	1,89
	Adyansyah Masrin (Presiden Komisaris)	1,02
	Indrawan Masrin (Presiden Direktur)	0,57
	Jimmy Masrin (Direktur)	0,16
	Public	33,33
2003	PT. Caturkarsa Megatunggal	63,03
	Joan Fudiana (Wakil Presiden Komisaris)	1,89
	Adyansyah Masrin (Presiden Komisaris)	1,02
	Indrawan Masrin (Presiden Direktur)	0,57
	Jimmy Masrin (Direktur)	0,16
	Public	33,33
2002	PT. Caturkarsa Megatunggal	63,03
	Joan Fudiana (Wakil Presiden Komisaris)	1,89
	Adyansyah Masrin (Presiden Komisaris)	1,02
	Indrawan Masrin (Presiden Direktur)	0,57
	Jimmy Masrin (Direktur)	0,16
	Public	33,33
Tahun	PT. Merck, Tbk (d/h PT. Merck Indonesia, Tbk)	%
2004	Merck Holding GMBH, Germany	74
	Public	26
2003	Merc AG, Swiss	73,99
	Merril Lynch Pierce, Fenner, and Smith Inc	4,35
	Public	21,66
2002	Merc AG, Swiss	74
	Merril Lynch Pierce, Fenner, and Smith Inc	5,55

Bersambung.....

Lanjutan.....

Tahun	PT. Merck, Tbk (d/h PT. Merck Indonesia, Tbk)	%
2002	PT. Danareksa	1,84
	Public	18,61
Tahun	PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk	%
2004	Heineken International Baker B.V	75,94
	Hollandsch Administratiekantoor B.V	7,43
	Public	16,63
2003	Heineken International Baker B.V	75,94
	Hollandsch Administratiekantoor B.V	7,43
	Public	16,63
2002	Heineken International Baker B.V	75,94
	Kustodian Sentral Efek Indonesia	8,9
	Administratie Kantoor Van den Twentsche Trust Maatschappij B.V	7,43
	Public	7,73
Tahun	PT. Mustika Ratu, Tbk	%
2004	PT. Mustika Ratu Investama	71,26
	Mellon S/A Investor PAC Int 1	9,45
	Public	19,29
2003	PT. Mustika Ratu Investama	71,26
	Mellon S/A Investor PAC Int 1	9,45
	Public	19,29
2002	PT. Mustika Ratu Investama	70,93
	Boston	9,45
	Public	19,62
Tahun	PT. Mayora Indah, Tbk	%
2004	PT. Unitra Branindo	32,93
	BBH Boston S/A GMO Emerging Market Funds	6,7
	Cooperative PT. Mayora Indah Group	0,11
	Public	60,26
2003	PT. Unitra Branindo	32,93
	BBH Boston S/A GMO Emerging Market Funds	7,48
	Koperasi PT. Mayora Indah Group	0,11
	Public	59,48
2002	PT. Unitra Branindo	32,93
	BBH Boston S/A GMO Emerging Market Funds	5,46
	Koperasi PT. Mayora Indah Group	0,11
	Public	61,5
Tahun	PT. Pan Brothers Tex, Tbk	%
2004	PT. Intiniaga Usahamakmur	21
	PT. Dwidana Sakti Sekurindo	11,72
	Hsu Roei Hsing	7,81
	Yudiharto Salim	5,96
	Public	53,51
2003	PT. Intiniaga Usahamakmur	21
	PT. Harita Kencana Sekuritas	13,63
	Hsu Roei Hsing	7,81
	Yudiharto Salim	5,96
	Public	51,6

Bersambung.....

Lanjutan.....

Tahun	PT. Pan Brothers Tex, Tbk	%
2002	PT. Intiniaga Usahamakmur	21
	PT. Dwidana Sakti Sekurindo	11,64
	PT. Quantum Qapita Sekuritas	14,61
	Yudiharto Salim	5,96
	Public	46,79
Tahun	PT. Sari Husada	%
2004	Nutricia International B.V	81,98
	PT. Sari Husada, Tbk	5,15
	Public	12,92
2003	Nutricia International B.V	80,85
	Public : - Foreign	3,67
	- Domestic	15,48
2002	Nutricia International B.V	80,8
	Public : - Foreign	3
	- Domestic	16,2
Tahun	PT. Selamat Sempurna, Tbk	%
2004	PT. Andrindo Inti Perkasa	68,02
	Eddy Hartono (Presiden Direktur)	1,52
	Johan Kurniawan (Komisaris)	0,38
	Public	30,08
2003	PT. Andrindo Inti Perkasa	68,02
	Eddy Hartono (Presiden Direktur)	1,52
	Johan Kurniawan (Komisaris)	0,38
	Public	30,08
2002	PT. Andrindo Inti Perkasa	68,02
	Eddy Hartono (Presiden Direktur)	1,52
	Johan Kurniawan (Komisaris)	0,38
	Public	30,08
Tahun	PT. BristolL Myers Squibb Indonesia, Tbk	%
2004	345 Park Corporation	72
	Linson Investment, Ltd	26
	Public	2
2003	Linson Investment, Ltd	22
	345 Park Corporation	68
	Preferred Shareholders :	
	Linson Investment, Ltd	4
	345 Park Corp.	4
	Public	2
2002	Linson Investment, Ltd	22
	345 Park Corporation	68
	Preferred Shareholders :	
	Linson Investment, Ltd	4
	345 Park Corp.	4
	Public	2
Tahun	PT. Tirta Mahakam Resources, Tbk (PT. Tirta Mahakam Plywood Industry, Tbk)	%
2004	PT. Harita Jayaraya	30,02

Bersambung.....

Lanjutan.....

Tahun	PT. Tirta Mahakam Resources, Tbk (PT. Tirta Mahakam Plywood Industry, Tbk)	%
2004	Delta Trading, Ltd	23,23
	Eton Asset Management, Ltd	19,26
	PT. Harita Kencana Securities	13,05
	Nuansa Investment Limited	9,59
	Koperasi PT. Tirta Mahakam Plywood, Tbk	0,22
	Koperasi Unit Desa Rahayu	0,15
	Koperasi Primkopal Sepolwan	0,07
	PT. Ratah Timber Co.	0,02
	Public	4,39
2003	PT. Harita Jayaraya	30,02
	Delta Trading, Ltd	23,23
	Eton Asset Management, Ltd	19,26
	PT. Harita Kencana Securities	13,05
	Nuansa Investment Limited	9,59
	Koperasi PT. Tirta Mahakam Plywood, Tbk	0,22
	Koperasi Unit Desa Rahayu	0,15
	Koperasi Primkopal Sepolwan	0,07
	PT. Ratah Timber Co.	0,02
	Public	4,39
2002	PT. Harita Jayaraya	35,28
	Delta Trading, Ltd	29,04
	Koperasi PT. Tirta Mahakam Plywood, Tbk	0,22
	Koperasi Unit Desa Rahayu	0,15
	Koperasi Primkopal Sepolwan	0,07
	PT. Ratah Timber Co.	0,02
	Public	35,22
Tahun	PT. Surya Toto Indonesia, Tbk	%
2004	Toto Limited, Jpn	38,13
	PT. Multifortuna Asindo	25,10
	PT. Suryaparamitra Abadi	25,10
	Public	11,67
2003	Toto Limited, Jpn	38,8
	PT. Suryaparamitra Abadi	25,10
	PT. Multifortuna Asindo	25,10
	PT. Intimitra Sejahtera	1,60
	Public	9,40
2002	Toto Limited, Jpn	38,8
	PT. Suryaparamitra Abadi	25,10
	PT. Multifortuna Asindo	25,10
	PT. Intimitra Sejahtera	1,60
	Public	9,40
Tahun	PT. Trias Sentosa, Tbk	%
2004	PT. Adilaksa Manunggal	17,98
	PT. Rejo Sari Bumi	13,27
	PT. Kopanca Linggabuana	10,99
	Public	57,76

Bersambung.....

Lanjutan.....

Tahun	PT. Trias Sentosa, Tbk	%
2003	PT. Adilaksa Manunggal	17,98
	PT. Rejo Sari Bumi	13,27
	PT. Kopanca Linggabuana	10,99
	Public	57,76
2002	PT. Adilaksa Manunggal	23,37
	PT. Kopanca Linggabuana	11
	PT. Rejo Sari Bumi	8,64
	Noek Brissina Soehardjo	5,17
	Public	51,82
Tahun	PT. Tempo Scan Pacific, Tbk	%
2004	PT. Bogamulia Nagadi	66,33
	Public	33,67
2003	PT. Bogamulia Nagadi	66,13
	Bank of Bermuda (HK)	9,50
	UOB Kay Hian Pte., Ltd	5,34
	Public	19,03
2002	PT. Bogamulia Nagadi	66,13
	Bank of Bermuda (HK)	9,50
	UOB Kay Hian Pte., Ltd	5,34
	Public	19,03
Tahun	PT. Unggul Indah Cahaya, Tbk	%
2004	PT. Aspirasi Luhur	46,65
	HSBC PV BK (Suisse) SA SG-TR	10,11
	PT. Alas Pusaka	9,61
	PT. Salim Chemical Corpora	7,01
	Public	26,62
2003	PT. Aspirasi Luhur	46,65
	HSBC PV BK (Suisse) SA SG-TR	10,11
	PT. Alas Pusaka	9,61
	PT. Salim Chemical Corpora	7,01
	Public	26,62
2002	PT. Aspirasi Luhur	47,12
	PT. Alas Pusaka	9,61
	PT. Salim Chemical Corpora	7,01
	Public	36,26
Tahun	PT. Unilever Indonesia, Tbk	%
2004	Mavibel (Maatschappi Voor Internationale Bell enggingen) BV Rotterdam, Netherlands	84,99
	Public	15,01
2003	Mavibel (Maatschappi Voor Internationale Bell enggingen) BV Rotterdam, Netherlands	85
	Public	15
2002	Mavibel (Maatschappi Voor Internationale Bell enggingen) BV Rotterdam, Netherlands	85
	Public	15

Lampiran 2: Pengaruh IO (X1), INST (X2), DIV (X3), DEBT (X4), SIZE (X5), GROWTH (X6), FIXED (X7), RISK (X8), ROA (X9) terhadap FV (Y)

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	IO (X1), INST (X2), DIV (X3), DEBT (X4), SIZE (X5), GROWTH (X6), FIXED (X7), RISK (X8), ROA (X9) ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: FV (Y)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.665 ^a	.442	.395	.93397	1.952

- a. Predictors: (Constant), IO (X1), INST (X2), DIV (X3), DEBT (X4), SIZE (X5), GROWTH (X6), FIXED (X7), RISK (X8), ROA (X9)
b. Dependent Variable: FV (Y)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	74.028	9	8.225	9.430	.000 ^a
	Residual	93.335	107	.872		
	Total	167.363	116			

a. Predictors: (Constant), IO (X1), INST (X2), DIV (X3), DEBT (X4), SIZE (X5), GROWTH (X6), FIXED (X7), RISK (X8), ROA (X9)

b. Dependent Variable: FV (Y)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-1.77453	1.066		-1.665	.099		
	IO (X1)	.00006	.018	.000	.003	.997	.756	1.322
	INST (X2)	.00344	.006	.050	.596	.552	.752	1.331
	DIV (X3)	.04919	.068	.053	.721	.473	.975	1.026
	DEBT (X4)	-.15827	.588	-.025	-.269	.788	.617	1.621
	SIZE (X5)	.11697	.068	.146	1.728	.087	.735	1.361
	GROWTH (X6)	-.10670	.105	-.076	-1.018	.311	.932	1.073
	FIXED (X7)	.22874	.636	.030	.360	.720	.774	1.291
	RISK (X8)	1.54541	.330	.344	4.686	.000	.969	1.032
	ROA (X9)	6.84919	.996	.566	6.875	.000	.769	1.301

a. Dependent Variable: FV (Y)

Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Standardized Residual
N		117
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.96042376
Most Extreme Differences	Absolute	.144
	Positive	.144
	Negative	-.083
Kolmogorov-Smirnov Z		1.056
Asymp. Sig. (2-tailed)		.215

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Uji Heteroskedastisitas

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	IO (X1), INST (X2), DIV (X3), DEBT (X4), SIZE (X5), GROWTH (X6), FIXED (X7), RISK (X8), ROA (X9) ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: absu

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.404 ^a	.163	.093	.48228

a. Predictors: (Constant), IO (X1), INST (X2), DIV (X3), DEBT (X4), SIZE (X5), GROWTH (X6), FIXED (X7), RISK (X8), ROA (X9)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.855	9	.539	2.319	.020 ^a
	Residual	24.888	107	.233		
	Total	29.743	116			

a. Predictors: (Constant), IO (X1), INST (X2), DIV (X3), DEBT (X4), SIZE (X5), GROWTH (X6), FIXED (X7), RISK (X8), ROA (X9)

b. Dependent Variable: absu

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.465	.550		2.662	.009
	IO (X1)	-.015	.009	-.160	-1.568	.120
	INST (X2)	-.002	.003	-.058	-.569	.571
	DIV (X3)	.017	.035	.042	.473	.637
	DEBT (X4)	-.267	.304	-.099	-.878	.382
	SIZE (X5)	-.047	.035	-.139	-1.347	.181
	GROWTH (X6)	-.067	.054	-.113	-1.230	.221
	FIXED (X7)	-.603	.328	-.185	-1.837	.069
	RISK (X8)	.127	.170	.067	.746	.457
	ROA (X9)	.643	.514	.126	1.250	.214

a. Dependent Variable: absu